

行业研究/深度研究

2019年03月12日

行业评级:

社会服务 增持(维持)
旅游综合 II 增持(维持)

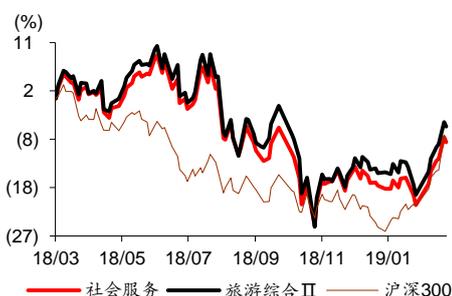
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《众信旅游(002707,增持): 19年行业回暖, 公司边际改善》2019.02
- 2《社会服务: 北上资金偏好免税和酒店龙头》2019.02
- 3《中国国旅(601888,买入): 拟设香港市内免税店, 坚定国际化》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

全球空间广阔, 龙头内生、外延成长

人力资源行业系列报告之海外篇

灵活用工发展前景广阔, 我国正处快速发展期

2016 年全球人力资源服务市场规模 4909 亿欧元/+17.7% (WEC 数据), 其中灵活用工占比最高, 达 70%。参照日本、美国、欧洲发展历程, 经济增长、产业结构变化带来的用工供需失衡, 以及人口结构变化带来的劳动力成本提升是驱动灵活用工行业发展的根本因素, 各国政府不断放开相关政策限制, 劳动力流动性提升, 行业迅速发展。我国灵活用工尚处起步阶段, 产业结构深化调整、人力成本攀升驱动行业发展, 社保改由税务部门征管有助行业规范度提升。龙头品牌优势突出、积累优质客户, 具备全面服务能力, 拓展国际、发力技术, 份额有望持续提升, 建议关注科锐国际。

海外格局: 龙头份额近 10 年相对稳定, 并购、国际扩张驱动成长

德科、任仕达为全球领先的龙头企业, 均成立于 1950-1960 年代, 服务网络覆盖全球, 增长趋缓。17 年二者收入规模均超 1000 亿人民币, 06 年以来全球市占率合计维持在 12%。龙头公司提供涵盖低端蓝领、中端白领、高端专业人才的全面用工服务以及外包供应商管理、招聘流程外包、职业生涯规划等综合解决方案, 发展早期主要通过内生增长实现快速扩张, 中后期开始不断通过国际扩张、外延整合做大规模、提高市占率。任仕达、德科快速成长阶段 PE 相对较高, 19 年 3 月 11 日动态 PE 分别为 9/14 倍, 成熟期估值有所回落。

模式差异: 提供全面解决方案, 品牌优势彰显

截至 2017 年, 任仕达业务遍及全球 39 个国家, 拥有 4858 家分支机构, 据公司年报, 17 年在荷兰、德国、法国、西班牙等地区市场地位第一。任仕达提供蓝领及白领招聘业务、专家招聘业务及其他全面的人力资源管理服务, 积极推进技术发展, 从传统人资服务商向数据驱动的 HR 解决方案提供商转型。截至 2017 年, 罗伯特哈夫在美国 42 个州及海外 17 个国家拥有 323 个办事处, 美国地区收入占比超过 70%。根据罗伯特哈夫 17 年营业收入(公司公告)及美国人力资源行业规模(美国用工协会)计算, 17 年罗伯特哈夫在美国市占率约为 3.3%。公司主要提供财务会计领域人员招聘及风险咨询服务, 专注细分行业, 盈利能力相对突出。

投资建议: 龙头畅享红利, 步入高速增长阶段

17 年我国人力资源行业收入 1.44 万亿(含代收代付)/+21.87%, 较快增长。产业结构深化调整、人力成本攀升等有望使得企业灵活用工需求持续增加。政府频出政策鼓励行业发展, 支持领军企业做大做强。劳务派遣政策管控趋严, 灵活用工模式下企业和服务机构权责划分明晰, 有望迎来快速发展。社保征管 2019 年 1 月起由税务部门统一进行, 税务掌握较全面的社保费缴费信息, 有助行业规范度提升。17 年我国人资行业 CR5 仅 4% (灼识咨询), 龙头品牌优势突出、积累优质客户, 具备全面服务能力, 拓展国际、发力技术, 份额有望持续提升, 建议关注科锐国际。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济持续下行影响用人需求。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
300662.SZ	科锐国际	38.89	增持	0.41	0.65	0.89	1.1	94.85	59.83	43.70	35.35

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

全球视野：灵活用工发展前景广阔.....	5
全球万亿市场空间，受经济、人口、制度影响.....	5
日本：产业结构升级，劳务派遣法不断放宽.....	8
美国：雇佣自由为原则，劳动力流动性较高.....	10
欧洲：劳动力流动性提升，政策不断放开.....	11
龙头份额相对稳定，并购、国际扩张驱动成长.....	17
业务模式类似，市占率较低保持稳定.....	17
并购扩大版图，业绩快速增长长期较长.....	19
成长期估值相对较高，成熟期估值有所回落.....	22
龙头巡礼：提供全面解决方案，品牌优势彰显.....	24
任仕达：发力技术，转型数据驱动供应商.....	24
罗伯特哈夫：专注金融财会领域，盈利能力突出.....	27
国内现状：龙头畅享行业红利.....	34
行业起步阶段，规范度提升利好龙头.....	34
龙头并购拓展业务版图，份额有望持续提升.....	38
科锐国际：民营灵活用工龙头，步入高速成长期.....	40
提供全流程解决方案，企业客户高粘性.....	42
外延深化产品服务，拓展国际业务.....	43
技术赋能、产品创新，效率有望提升.....	45

图表目录

图表 1： 人力资源服务细分领域.....	5
图表 2： 2015、2016 年全球人力资源服务市场规模及构成（单位：10 亿欧元）.....	5
图表 3： 2015-2016 年用工市场中，美国市场占比超过 30%（十亿欧元）.....	6
图表 4： 2016 年全球灵活用工的行业分布.....	6
图表 5： 灵活用工服务的业务模式.....	7
图表 6： 企业采用灵活用工的好处.....	7
图表 7： 求职者选择灵活用工的原因分布.....	7
图表 8： 驱动发达国家灵活用工行业发展的主要因素.....	8
图表 9： 日本 2002 年以来就业人口结构变化.....	8
图表 10： 日本关于劳务派遣政策在不断放开.....	9
图表 11： 日本通过中介机构就业的灵活用工数量及增速（万人）.....	9
图表 12： 日本通过中介机构就业的灵活用工数量占比.....	9
图表 13： 美国 1980 年代以来就业人口结构变化.....	10
图表 14： 美国 1990 年以来灵活就业人数变化.....	10
图表 15： 美国用工行业规模及增速.....	11
图表 16： 美国用工行业的主要构成.....	11
图表 17： 美国 2017 年灵活用工岗位分布.....	11
图表 18： 德国产业结构变化.....	12
图表 19： 瑞典产业结构变化.....	12
图表 20： 欧洲各国不同产业劳动力占比变化.....	12

图表 21:	国际劳工组织不断放开对营利性职业中介机构限制.....	13
图表 22:	1960年代以来欧盟国家针对灵活用工陆续出台具体政策法规.....	13
图表 23:	欧洲国家关于灵活用工的政策情况.....	14
图表 24:	欧洲国家的灵活用工行业规模.....	14
图表 25:	2000-2013年欧洲灵活用工渗透率.....	15
图表 26:	2016年欧洲国家的灵活用工岗位分布.....	15
图表 27:	欧洲GDP增速与灵活用工工作时长相关性较强.....	15
图表 28:	美国就业情况与经济增长情况.....	16
图表 29:	日本就业情况与经济增长情况.....	16
图表 30:	发达国家金融危机期间灵活用工渗透率有一定程度下降.....	16
图表 31:	海外人资服务公司.....	17
图表 32:	龙头企业积累庞大客户及候选人资源,覆盖广泛服务网络(2017年数据).....	17
图表 33:	龙头企业多业务布局(2017年数据).....	17
图表 34:	德科公司分行业收入分布.....	18
图表 35:	2017年人资服务市场格局.....	18
图表 36:	前十大企业市占率整体下降,前三大企业市场份额相对稳定.....	18
图表 37:	任仕达分地区市场份额变化(按收入).....	19
图表 38:	任仕达分地区市场地位变化.....	19
图表 39:	1991-2017年德科、任仕达公司收入增速.....	19
图表 40:	任仕达成立早期收入增速.....	20
图表 41:	任仕达收购Vedior后欧洲区域市场份额变化.....	20
图表 42:	2000年以来任仕达实施的并购次数.....	21
图表 43:	任仕达盈利能力变化.....	21
图表 44:	德科历年现金流情况.....	21
图表 45:	任仕达历年现金流情况.....	21
图表 46:	海外人资公司商誉/总资产比例.....	22
图表 47:	任仕达08-17年商誉减值情况.....	22
图表 48:	罗伯特哈夫1988-2017年估值水平及收入增速.....	22
图表 49:	德科公司2002-2017年估值水平及收入增速.....	23
图表 50:	任仕达1991-2017年估值水平及收入增速.....	23
图表 51:	公司历年收入及增速.....	24
图表 52:	公司历年归母净利润及增速.....	24
图表 53:	任仕达发展历程.....	24
图表 54:	公司向企业客户提供全面人力资源服务解决方案.....	25
图表 55:	公司分项业务收入结构.....	25
图表 56:	公司旗下业务品牌.....	25
图表 57:	公司分地区收入结构.....	26
图表 58:	2017年公司在主要区域市场的市场份额及市场排名.....	26
图表 59:	任仕达分地区市场份额变化(按收入).....	26
图表 60:	任仕达分地区市场地位变化.....	26
图表 61:	公司生产率水平变化情况.....	26
图表 62:	公司毛利率(左轴)和净利率(右轴)变化.....	26
图表 63:	公司目前的技术解决方案涵盖人力资源服务全流程.....	27
图表 64:	公司发展历程.....	27
图表 65:	公司历年收入及增速.....	28
图表 66:	公司历年归母净利润及增速.....	28
图表 67:	公司历年收入增速及行业收入增速.....	28
图表 68:	公司市占率变化及美国经济增速.....	28
图表 69:	分项业务情况.....	29

图表 70: 公司分项业务收入结构占比	29
图表 71: 罗伯特哈夫分业务增收入速变化	30
图表 72: 公司分项业务毛利率变化	30
图表 73: 公司历年盈利能力变化	31
图表 74: 公司分区域收入占比	31
图表 75: 公司全职员工数量变化及单员工收入贡献	32
图表 76: 公司提供人力资源+咨询综合服务	32
图表 77: 公司官网企业招聘搜索界面	33
图表 78: 公司官网员工应聘搜索界面	33
图表 79: 国内人力资源服务产业链	34
图表 80: 国内人力资源服务行业规模	34
图表 81: 我国第三产业就业人员占比不断提升	35
图表 82: 我国劳动人口数量下降	35
图表 83: 企业用人成本不断攀升	35
图表 84: 2007 年国务院在《关于加快服务业的若干意见》发布后, 各类促进人力资源服务业发展的政策规范等相继出台	36
图表 85: 16 年我国企业海外拓展的重点区域集中在“一带一路”沿线	37
图表 86: 16 年具有海外业务的受访中国企业主要从国内外派员工	37
图表 87: 16 年我国企业整体招聘和海外招聘岗位层级对比	37
图表 88: 灵活用工和劳务派遣对比	38
图表 89: 人力资源服务行业现状	39
图表 90: 综合实力较强的头部企业有望长期胜出	40
图表 91: 公司三大业务主要模式	40
图表 92: 科锐国际历年收入及增速 (18 年包含 investigo 并表收入)	41
图表 93: 科锐国际历年净利及增速 (18 年包含 investigo 并表利润)	41
图表 94: 科锐国际分季度收入及增速 (剔除 investigo 并表)	41
图表 95: 科锐国际分季度利润及增速 (剔除 investigo 并表)	41
图表 96: 科锐国际分项业务增速	42
图表 97: 科锐国际分项业务毛利构成	42
图表 98: 公司已构建全面人力资源服务解决方案	42
图表 99: 公司 15-17 年前五大客户	43
图表 100: 科锐国际收购标的梳理	43
图表 101: 本次交易前后标的公司股权结构变化	44
图表 102: Investigo 16-17 年营业收入 (万元人民币)	45
图表 103: Investigo 16-17 年净利润	45
图表 104: 本次收购对公司意义重大	45
图表 105: 科锐国际一体两翼战略	46
图表 106: 即派线上业务流程	46
图表 107: 即派平台积累的企业客户	46
图表 108: 才客网、即派已投向市场, SaaS 平台产品继续孵化	47
图表 109: 才到目前覆盖的部分客户	47
图表 110: 才到的产品功能涵盖员工 APP、薪资计算、员工考勤等	47

全球视野：灵活用工发展前景广阔

全球万亿市场空间，受经济、人口、制度影响

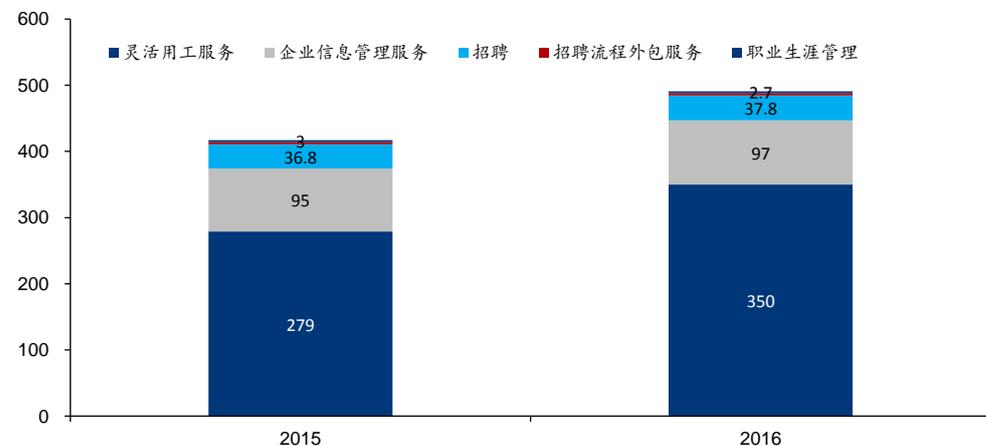
据 World Employment Confederation (WEC)，2016 年全球人力资源服务市场规模 4909 亿欧元（折合人民币 3.5 万亿，不包含在线招聘），同比增速 17.7%。根据人员在企业受雇佣的不同阶段产生的需求，人力资源服务业可分为灵活用工服务、直接招聘、在线招聘、企业信息管理服务、招聘流程外包服务、职业生涯管理等细分行业。其中，灵活用工（Agency Work）规模占比最高，达到 70%。

图表1：人力资源服务细分领域

细分行业	行业简介	盈利模式
灵活用工服务 (Agency Work, or Staffing Industry)	通常在企业客户因短期项目、用人高峰、员工休闲等原因产生岗位空缺的情况下，中介机构为企业客户提供岗位偏中低端的临时用工和合同用工。	基于候选人年薪的一定比例加价收取费用
外包供应商管理 (Managed Service Provider)	中介机构记录、管理并跟踪非全职员工的招聘、工作内容，并对所有供应商进行管理，以帮助企业更有效地控制成本并规避风险。中介机构通常不进行直接招聘，但是根据企业的需求尽可能找到最佳的供应商。	收取固定的管理费
直接招聘 (Direct Recruitment)	为企业客户提供长期、固定的正式员工	基于候选人年薪的一定比例加价收取费用
招聘流程外包 (RPO)	企业客户将全部或者部分招聘流程转移给外部服务商。中介机构会向雇主提供员工、技术、方法论以及数据报告，并对招聘流程的设计管理及结果负责。	基于岗位数量收费
职业生涯管理 (Career Management)	为候选人提供技能评估、就业指导、新职介绍等服务	收取固定的服务费
在线招聘 (Online Recruitment)	通过招聘网站，使用已建立的数据库完成招聘流程或搜索引擎工具，完成求职者和企业的双向匹配。	收取广告、企业和个人用户的增值服务、会员费等收入

资料来源：WEC，华泰证券研究所

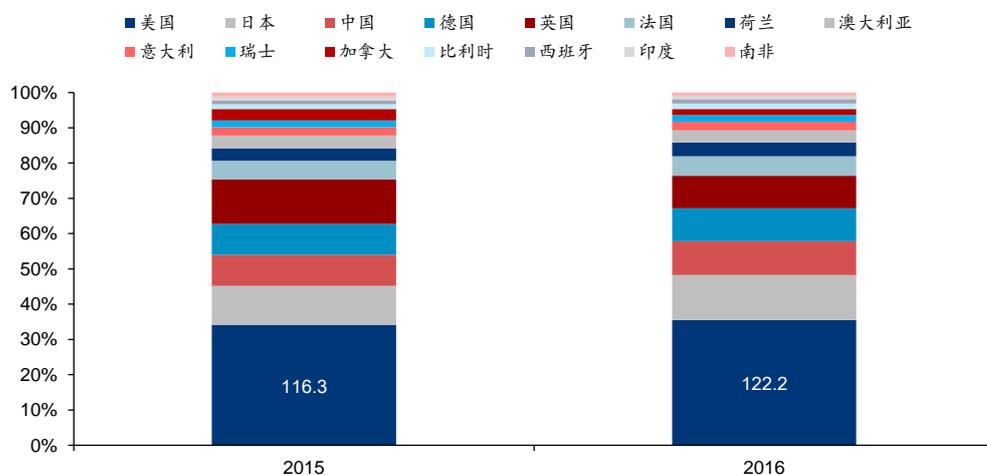
图表2：2015、2016 年全球人力资源服务市场规模及构成（单位：10 亿欧元）



资料来源：WEC，华泰证券研究所

美国拥有全球最大的用工市场,根据WEC,2016年美国用工市场规模达到1220亿欧元,全球占比超过30%,排名第二的日本市场规模437亿欧元,我国灵活用工市场规模330亿欧元。

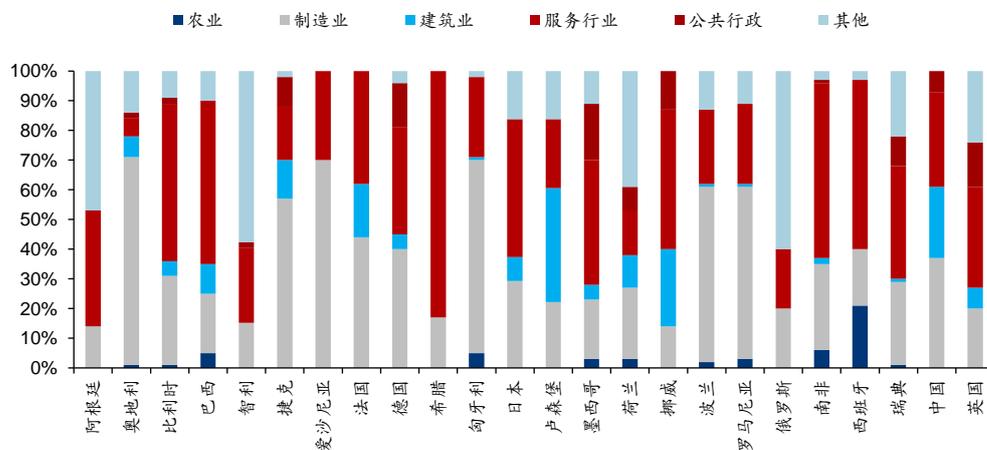
图表3: 2015-2016年用工市场中,美国市场占比超过30%(十亿欧元)



资料来源: WEC, 华泰证券研究所

从岗位分布来看,灵活用工被广泛应用于制造业和服务业等劳动密集型产业,2016年全球制造业、服务业的岗位占全球灵活用工行业比重达到73%。

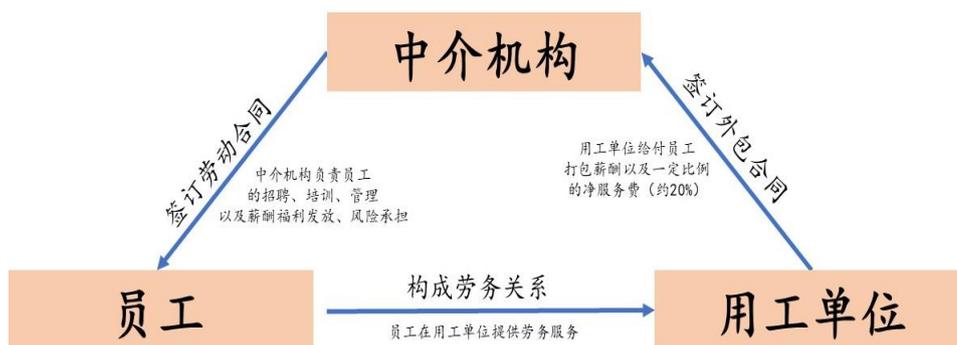
图表4: 2016年全球灵活用工的行业分布



资料来源: WEC, 华泰证券研究所

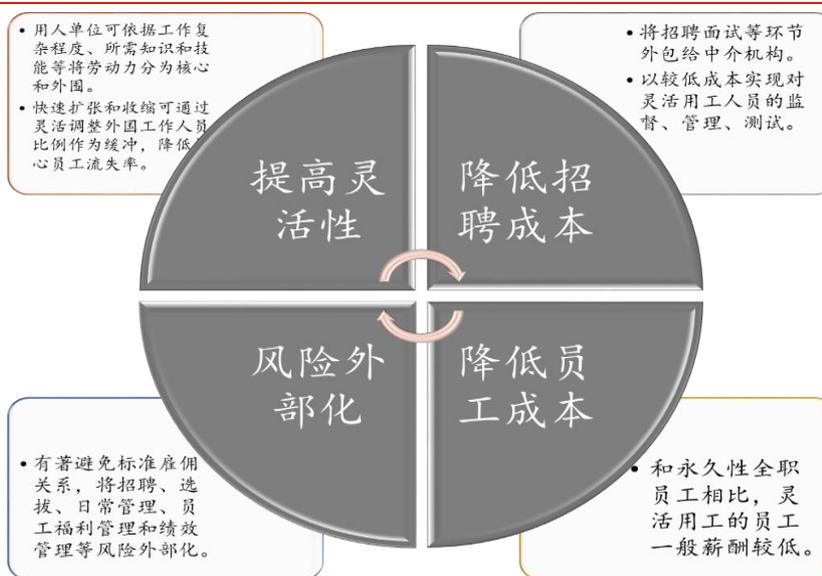
灵活用工主要用来解决突增、高峰期、季节性的人员需求,以及在内部资源无法满足业务需求时获得特殊专业性人才、替代缺席员工等工作场景。在海外,灵活用工业务涵盖内容较广泛,包含劳务派遣、外包用工、非全日制用工、退休返聘、实习生等劳务用工,以及其他招用短期或临时性人员的用工方式,用工方式受到各个国家政策规范、实施细则的影响,例如在日本,灵活用工被称为劳动者派遣(Labor Dispatch,其模式与我国的灵活用工更为类似),美国为就业服务(Staffing/Work/Employment),欧洲为中介服务(Agency Work)。

图表5： 灵活用工服务的业务模式



资料来源：华泰证券研究所

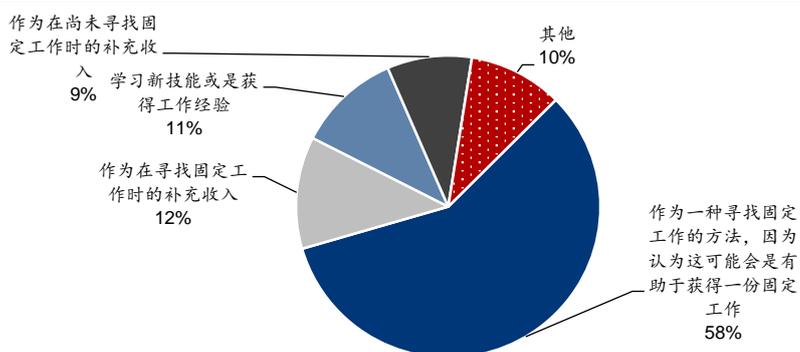
图表6： 企业采用灵活用工的好处



资料来源：WEC，华泰证券研究所

对于求职者，灵活用工满足了更多样化的就业要求。据 Staffing Industry Analyst 发布的2016年灵活用工问卷调查，结果显示 58%的人认为灵活用工是帮助自己找到永久性工作的一种手段；12%的人认为灵活用工是自己在寻找永久性工作过程中的主要收入来源；11%的人认为灵活用工能让自己学习新技能、获得工作经验。

图表7： 求职者选择灵活用工的原因分布

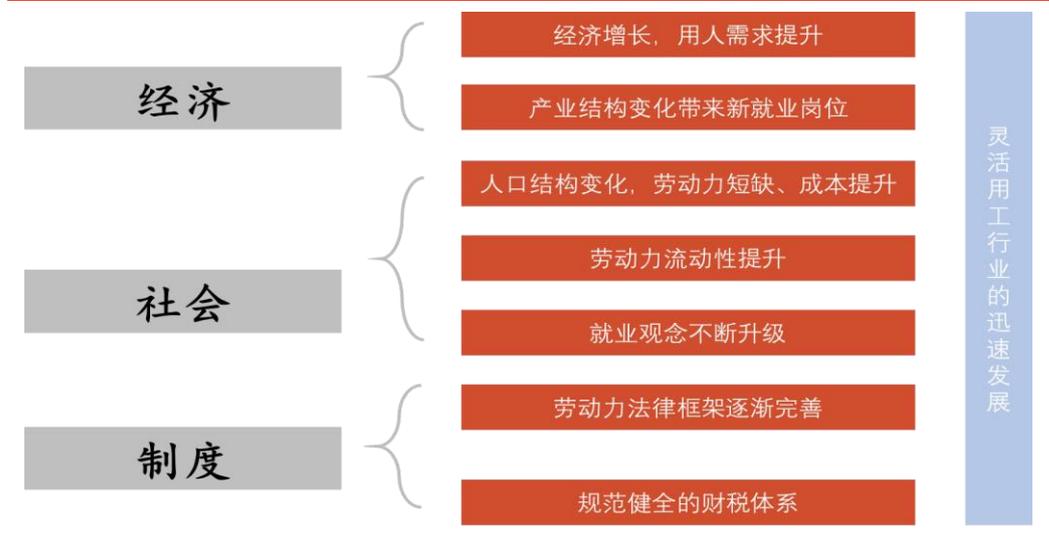


注：数据来源为 Staffing Industry Analysts 2016年发布的《求职者选择灵活用工的原因》问卷调查结果

资料来源：WEC，华泰证券研究所

经济增长、产业结构变化带来的用工供需失衡，以及人口结构变化带来的劳动力成本的提升是驱动行业发展的根本因素。政策层面，为缓解劳动力不足、促进就业，各国政府不断放开相关政策限制，劳动力流动性提升，促使行业迅速发展。发达国家完善的财税体制奠定规范发展的土壤。招聘、用工等涉及企业员工成本、用人风险、员工福利待遇，财税、薪酬体系越复杂，企业越倾向于通过专业第三方人力资源服务商寻求用工服务。此外，规范化、法制化的财税体系建立起明晰的制度框架，有助于人服企业合规化、市场化发展。

图表8：驱动发达国家灵活用工行业发展的主要因素

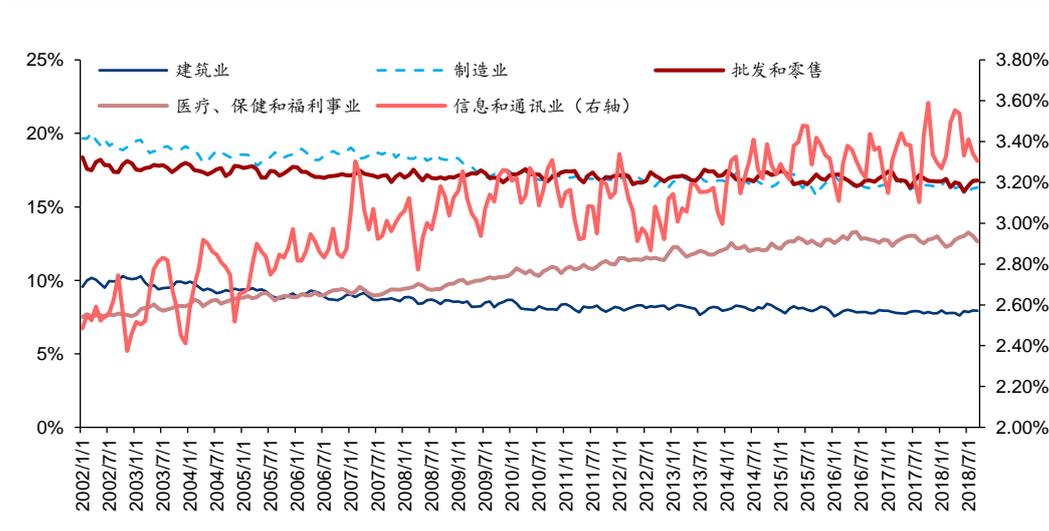


资料来源：华泰证券研究所

日本：产业结构升级，劳务派遣法不断放宽

1950年代以来，日本产业结构遵循第一产业——第二产业——第三产业的发展路径。日本真正的战后复兴开始于1950年，据日本厚生劳动省，当时就业人口为4000万人，从事第一产业的农林业和渔业的人口为1500万。1964年，日本从事制造业的人口首次超过农林业人口。此后30年间，由于经济飞速发展，制造业成为日本人最大的就业领域。伴随1991年泡沫经济破裂，日本政府为了刺激经济、扩大就业，加大公共设施投资力度，劳动力从制造业、农林业向土木工程业转移。1990年代末，日本财政困难，公共工程费用难以为继，土木就业人口持续下降，商业和服务业就业人数占比提升。2000年以来，伴随产业升级，日本信息和通讯以及医疗保健就业人数占比则有明显提升。

图表9：日本2002年以来就业人口结构变化



资料来源：日本劳动局，华泰证券研究所

为缓解产业结构变化下的劳动力不足，日本对劳务派遣的限制不断放开。明治维新之后，劳动力整体供应不足，为保留企业员工，日本政府先后颁布《从业者雇佣限制令》(1939)、《从业者移动防止令》(1940)等，通过立法确立终生雇佣制度。1960年代，日本对外贸易量迅速提升，对翻译员、打字员、话务员等具备专业技术能力的劳动力需求明显增加，但有偿职业介绍仍被法律禁止。1986年日本颁布实施《劳务派遣法》，承认劳务派遣合法地位，此后伴随经济快速发展，为缓解劳动力不足，日本对于灵活用工的政策规定在适用岗位、派遣期限等方面不断放宽。

图表10：日本关于劳务派遣政策在不断放开

相关政策	时间	背景	主要目的	主要内容
《劳务派遣法》	1986年	社会意识的改变、生产技术的进步、产业结构的升级、人口结构的变化等因素，直接导致了劳动力供给结构和企业用人需求的改变	减少摩擦性失业、解决“边缘劳动力”不足问题；规范灵活用工企业合理运营，并改善派遣劳动者雇佣条件，使其权益得到保护；	承认灵活用工为可营利的商业性的劳动力市场运行机制。范围界定在需要专门知识或特殊技能以及要求特殊待遇的工作。最初灵活用工公司只被允许对13种工作进行灵活用工（后来扩充至26种），被派遣人员应拥有从事专项业务资格的等级证书。并对派遣期限做了严格规定。
《劳务派遣法》修订	1999年	经济泡沫破灭后人员过剩，日本企业迫切需要采用能根据实际需求灵活进行人员调整的雇佣方式，同时政府及经济界开始大力提倡“新自由主义”	提高劳动力市场的灵活性	灵活用工更主要地被用于企业对“劳动力临时需求”的调节；扩大了灵活用工的服务领域，将适用对象业务更加自由化，既可提供具有专门技能的劳动力，又可提供临时需要的劳动力。
《劳务派遣法》修订	2003年	日本长期的经济低迷、就业结构的转变以及全球竞争下企业对于削减成本的急切需求	进一步提高劳动力市场的灵活性	取消对制造业现场工作禁止采用灵活用工的规定；删除了一年期限的限制，从而灵活用工劳动合同最长的期限限制变为3年
《劳务派遣法》修订	2007年	日本长期的经济低迷、就业结构的转变以及全球竞争下企业对于削减成本的急切需求	进一步提高劳动力市场的灵活性、保障灵活用工员工权益，避免灵活用工冲击正式就业市场	灵活用工的期限从原来的1年被改至3年，超过3年者要求劳务雇佣公司同灵活用工签订雇佣合同。
《劳务派遣法》修订	2015年	派遣员工存在就业不稳定、权益难以得到有效保障的问题	保障灵活用工员工权益，同时避免灵活用工冲击正式就业市场	所有种类工作均可以一直使用派遣员工；取消灵活用工3年期限的限制；若用人单位为了一直在某个岗位上使用派遣员工，至少需要3年换一次。

资料来源：日本厚生劳动省，华泰证券研究所

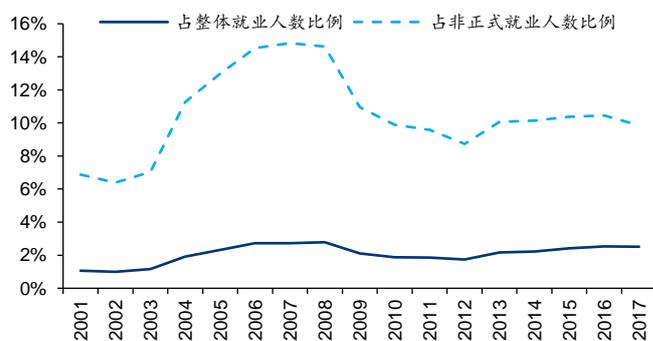
2017年，据日本厚生劳动省，日本非正式就业人数达到237万（包含兼职、临时工、灵活用工等），占总就业人口的比例已达到35%，其中通过中介机构就业的灵活用工人数为134万人，占总就业人口的比例达到2.5%。据日本劳动厚生省，制造行业派遣人数占比在30%以上，批发零售、信息通信占比分别在10%以上。

图表11：日本通过中介机构就业的灵活用工数量及增速（万人）



资料来源：日本厚生劳动省，华泰证券研究所

图表12：日本通过中介机构就业的灵活用工数量占比

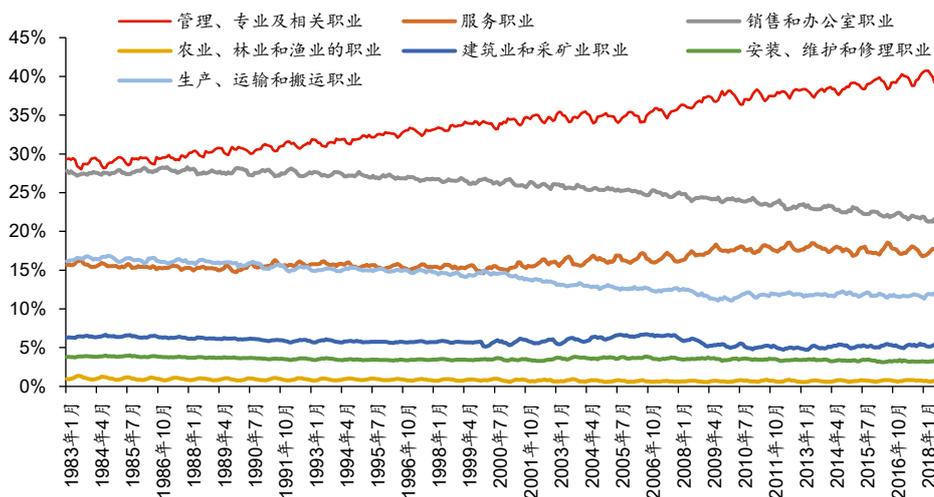


资料来源：日本厚生劳动省，华泰证券研究所

美国：雇佣自由为原则，劳动力流动性较高

在美国，二战后美国经济迅速发展，产生大量用人需求。很多美国城市的中小企业开始雇佣家庭妇女作为上班族从事兼职工作，凯利女孩（Kelly Girl Services）等人力资源服务公司应运而生，提供专门的用人服务，并伴随经济增长快速扩张。1980年以来，美国管理、专业类以及服务业岗位就业人数占比提升，销售和办公室岗位以及生产运输搬运类的就业人数占比下降。

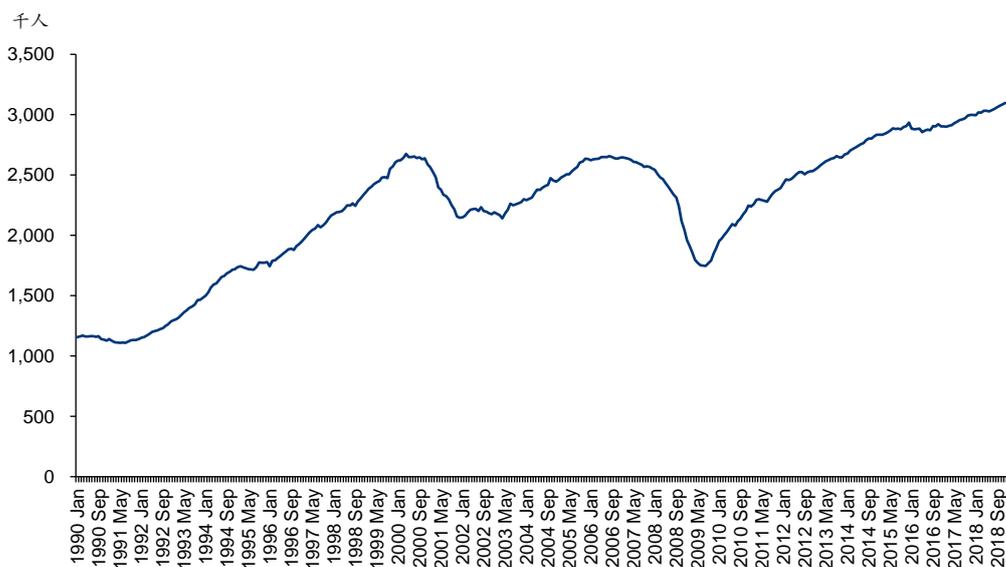
图表13：美国1980年代以来就业人口结构变化



资料来源：美国劳工局，华泰证券研究所

美国以“雇佣自由”为原则，具有较高劳动力流动性。美国一直游离于国际劳工组织之外，从来没有禁止过私营职业介绍所的发展，只是针对其弊端做一些必要的管制，总体上为私营职业介绍所营造了宽松的政策环境。针对灵活用工这一用工形式，美国以“雇佣自由”为原则，缺乏专门的全国性法律体系，部分州制定单独的法律对灵活用工进行规范管理。

图表14：美国1990年以来灵活就业人数变化



资料来源：美国劳工局，华泰证券研究所

据美国劳工局（American Staffing Association），2017年美国用工行业中，灵活用工（Tempoary 以及 Contract）占比83%，正式招聘（Search and Placement）占比17%。岗位分布来看，2017年灵活用工中制造业人数占比在37%，其次为办公室行政岗位，占比28%，其余为专业、管理岗位（13%），工程、信息技术及科学岗位（13%）以及健康医疗岗位（9%）。

图表15：美国用工行业规模及增速



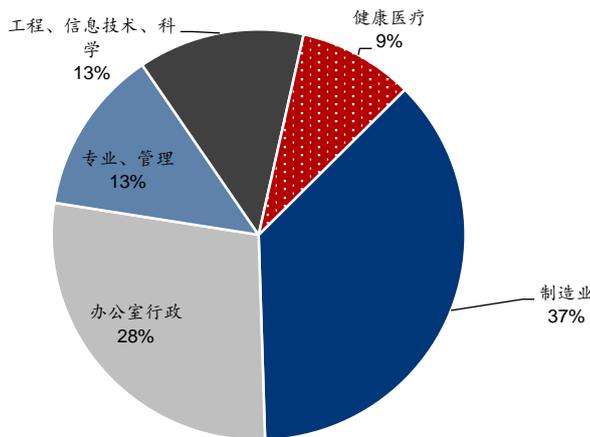
资料来源：美国劳工局，华泰证券研究所

图表16：美国用工行业的主要构成



资料来源：美国劳工局，华泰证券研究所

图表17：美国2017年灵活用工岗位分布

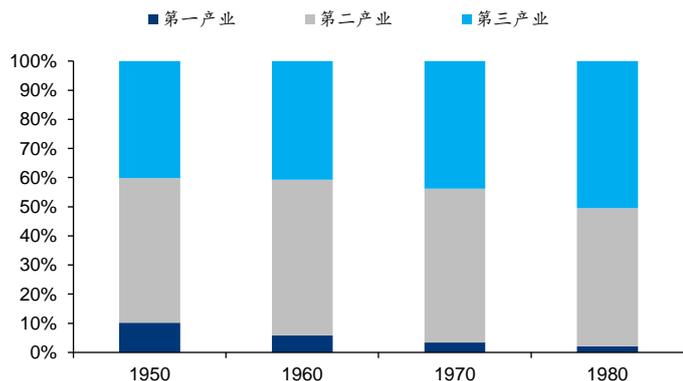


资料来源：American Staffing Industry，华泰证券研究所

欧洲：劳动力流动性提升，政策不断放开

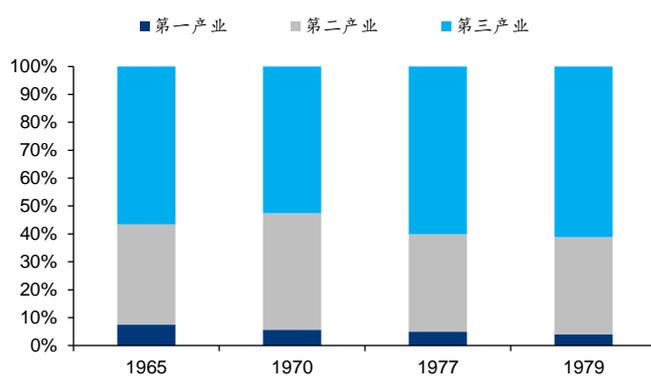
二战后，因马歇尔计划的帮助，欧洲各国经济迅速复苏，产业结构发生较大变化。表现为：
 1) 第一产业占经济比重下降，如德国第一产业在国民经济中的比重从1950年的10.2%下降至1980年的2.1%。瑞典的农林牧渔业占比则从1965年的7%下降至1979年的4%。
 2) 二战后，以生产机械化、自动化和标准化流水线作业为特点的大规模工业生产方式在欧洲盛行，第二产业占经济比重提升，1970年代后，以石油危机带来的能源成本提升为导火索，西方经济进入长期的低增长状态，第二产业占比有所下降。
 3) 以服务业为主的第三产业占比不断提升。

图表18: 德国产业结构变化



资料来源:《联邦德国的发展道路》, 华泰证券研究所

图表19: 瑞典产业结构变化



资料来源:《瑞典经济》, 华泰证券研究所

伴随产业结构的变化, 欧洲各国就业结构随之出现从第一产业向第二、第三产业转移的情形, 劳动力流动性增强, 因信息不对称等因素造成了结构性失业, 为促进充分就业, 保障劳动力供给, 各国针对此出台了很多劳动力服务政策, 开始注重劳动力培训、健全劳动力保护政策及法律、合法化营利性职业介绍中介、放开对灵活用工的限制。

图表20: 欧洲各国不同产业劳动力占比变化

	农业				工业				服务业			
	1960	1970	1980	1990	1960	1970	1980	1990	1960	1970	1980	1990
比利时	8.7	4.9	3.2	2.7	45.0	42.6	34.7	28.3	46.3	52.5	62.1	69.0
法国	23.2	13.5	8.7	5.6	38.4	39.2	35.9	30.0	38.4	47.2	55.4	64.4
德国	14.0	8.6	5.3	3.5	47.0	49.3	43.7	39.8	39.0	42.0	51.0	56.7
意大利	32.6	20.2	14.3	8.8	33.9	39.5	37.9	32.7	33.5	40.3	47.8	58.5
荷兰	9.8	6.2	4.9	4.6	40.5	38.9	31.4	26.3	49.7	54.9	63.6	69.1
西班牙	38.7	27.1	19.3	11.8	30.3	35.5	36.1	33.4	31.0	37.4	44.6	54.8
瑞典	15.7	8.1	5.6	3.4	40.3	38.4	32.2	29.0	44.0	53.5	62.2	67.5
英国	4.7	3.2	2.6	2.1	47.7	44.7	37.7	28.6	47.6	52.0	59.7	69.2

资料来源:《欧洲劳资关系——传统与转变》, 华泰证券研究所

服务业存在对劳动力技能要求较低以及工资较低的特点, 因欧洲各国的高福利和社会保障体系, 服务业对劳动者特别是年轻群体的吸引力并不强, 外来移民成为服务业就业的主要群体。据 WEC, 1958-1972 年, 比利时、法国、意大利、荷兰、西德等欧洲国家向外国人颁发了超过 800 万工作许可。超过 1/3 的外国工人来自欧共内部国家, 其中意大利在工业化方面落后、饱受高失业率困扰, 成为输出就业人口最多的国家。

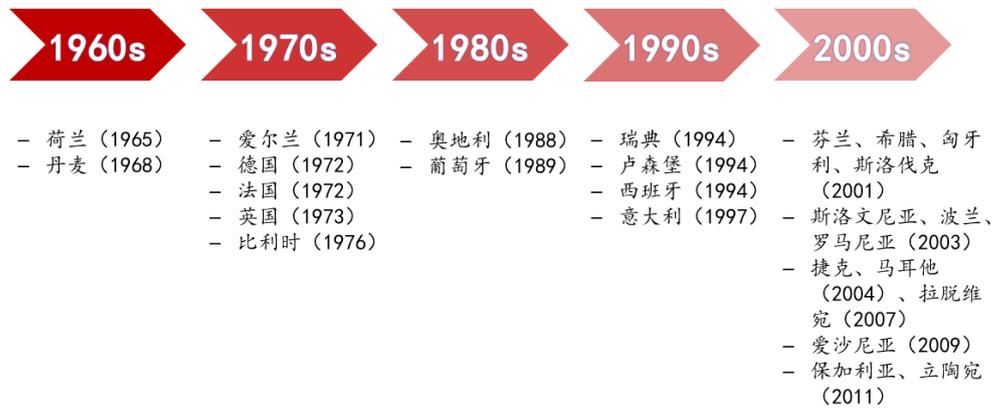
灵活用工方面, 因存在劳工剥削等问题, 欧盟国家为主的国际劳工组织 1919 年公布《失业公约》, 禁止一切形式的营利性职业中介机构运营。伴随二战后用人需求兴起, 1948 年出台《就业服务公约》, 此后逐渐放松对营利性中介机构的限制。1960-1970 年代, 荷兰、爱尔兰、德国、法国及英国等陆续建立起针对灵活用工的政策法规体系, 比利时、葡萄牙、瑞典、意大利等国则在 1980-1990 年开始陆续建立完善, 截至目前, 欧盟成员国基本均已针对灵活用工出台相应政策, 规范灵活用工的适用场景、合同签订、员工福利待遇、雇主及中介机构责任。

图表21： 国际劳工组织不断放开对营利性职业中介机构限制

时间	内容
1919	《失业公约》（第2号）：成员国有义务建立一个在中央主管机关控制下的非营利性职业介绍组织
1919	《失业建议书》（第1号）：禁止成员国设立收费或营利的职业介绍所
1933	《收费职业介绍所公约》（第34号）：批准该公约的成员国应当在三年内取缔以营利为目的的收费职业介绍所
1933	《职业介绍所建议书》（第42号）：对收费职业介绍所的限制有所松动，“一般禁止，特殊例外”的态度。
1948	《就业服务公约》（第88号）：确了各国政府有责任将免费的、公益性的职业介绍作为公共资源提供给劳动者，同时肯定了非营利性的私营职业介绍所的有益的补充地位
1949	《收费职业介绍所公约（修订）》（第96号）：成员国可以自行选择采取渐进式的废除或监督管理收费职业介绍所；采取渐进废除的，不设定时间限制，到公营职业介绍所能完全取代私营职业介绍所为止，且取消新设职业介绍所的限制；采取监督管理的方式，在严格监督下容许公营、私营收费职业介绍所并存。
1997	《私营职业介绍所公约》（第181号）私营就业服务业合法化

资料来源：国际劳工组织，华泰证券研究所

图表22： 1960年代以来欧盟国家针对灵活用工陆续出台具体政策法规



资料来源：Eurociett，华泰证券研究所

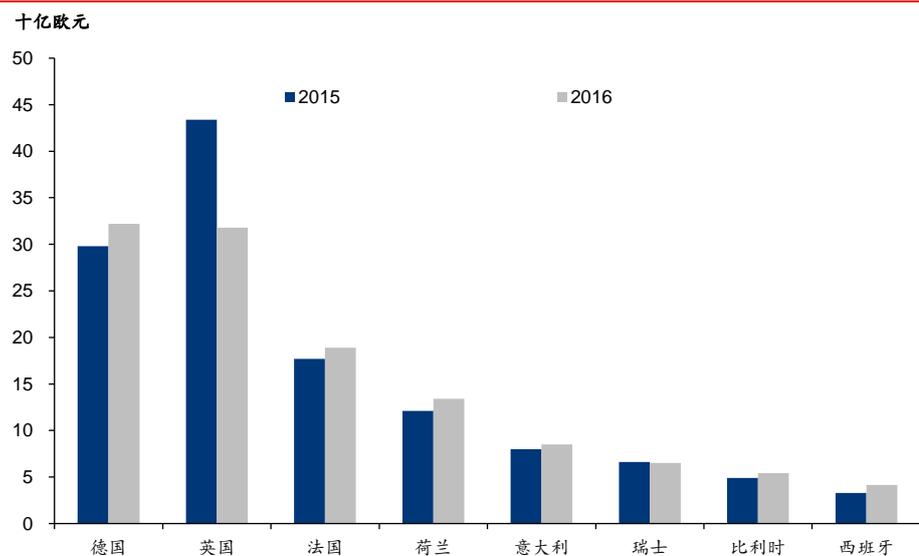
图表23： 欧洲国家关于灵活用工的政策情况

政策领域细分	细分	具体情况
灵活用工的合同签订	合同形式	比利时：灵活用工必须签订固定期限的合同，合同内容需包含工作要求、薪资以及用人单位名称。
		法国：灵活用工通常签订固定期限合同
		希腊：灵活用工为用人单位工作时间不得超过8个月，若16个月后被同一用人单位雇佣超过2个月，将自动转为开放式合同
		荷兰：工作期限超过3.5年将转换为永久雇佣合同。
合同期限	合同期限	法国：规定派遣工作期限在18-24个月（包括续签时间在內）
		意大利：最长派遣期限在36个月，此后将自动转为永久合同。
		荷兰、德国：分别在1999/2002年延长最长派遣期限
限制场合		法国，意大利，西班牙，荷兰，奥地利，斯洛文尼亚，罗马尼亚，波兰，比利时，葡萄牙，斯洛伐克，捷克等过均限制在罢工期间使用灵活用工
限制行业		德国、葡萄牙（建筑行业） 奥地利、比利时、希腊、匈牙利、西班牙（公共行政） 奥地利（公立医院/护理机构），比利时（搬迁公司和家具仓库，水道公司）
工人待遇	薪酬福利	英国：允许灵活用工人员在工作12周后享受同工同酬待遇，且不享受职业社会保障。
		法国：严格执行同工同酬政策，1) 派遣结束后员工有权享受工资10%的“工作结束补偿”以弥补灵活用工就业情况的不稳定性；2) 若岗位有特定风险，要求用人单位为临时雇员组织安全培训
		荷兰：1998年出台WAADI法案规定灵活用工应享有和类似岗位的长期雇员同等薪酬水平及福利待遇
		意大利：要求同工同酬待遇，但为促进弱势群体就业12年出台Fornero Reform，对这部分人群的同工同酬待遇规定放宽。
风险承担	风险承担	英国：灵活用工的法律地位尚未有确切规定
		法国：用人单位就用工期间灵活用工员工遭受的任何损害承担刑事或民事责任。
		荷兰：由中介机构承担雇主责任。
		英国：1991年的EEC法案规定用人单位应对灵活用工人员工作期间的安全健康问题负责

资料来源：Eurociett，华泰证券研究所

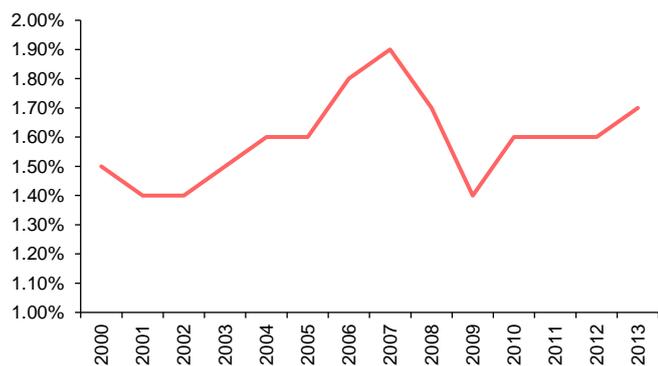
据WEC数据，2016年欧洲德国、英国、法国等8国灵活用工行业规模总额达到1209亿欧元，占全球市场的比重达到35%，其中，德国、英国、法国、荷兰四国行业规模在100亿欧元以上，整体欧洲国家灵活用工渗透率（通过中介机构就业的灵活用工人数/总就业人数）2000-2013年维持在1.4%-1.9%之间。岗位分布来看，制造业和服务业人员密集，占比较高。

图表24： 欧洲国家的灵活用工行业规模



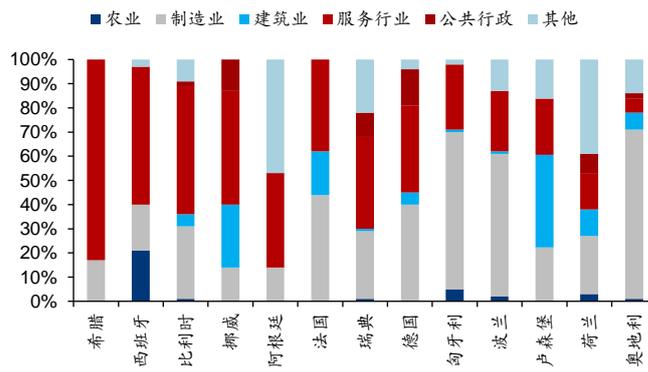
资料来源：WEC，华泰证券研究所

图表25: 2000-2013年欧洲灵活用工渗透率



资料来源: WEC, 华泰证券研究所

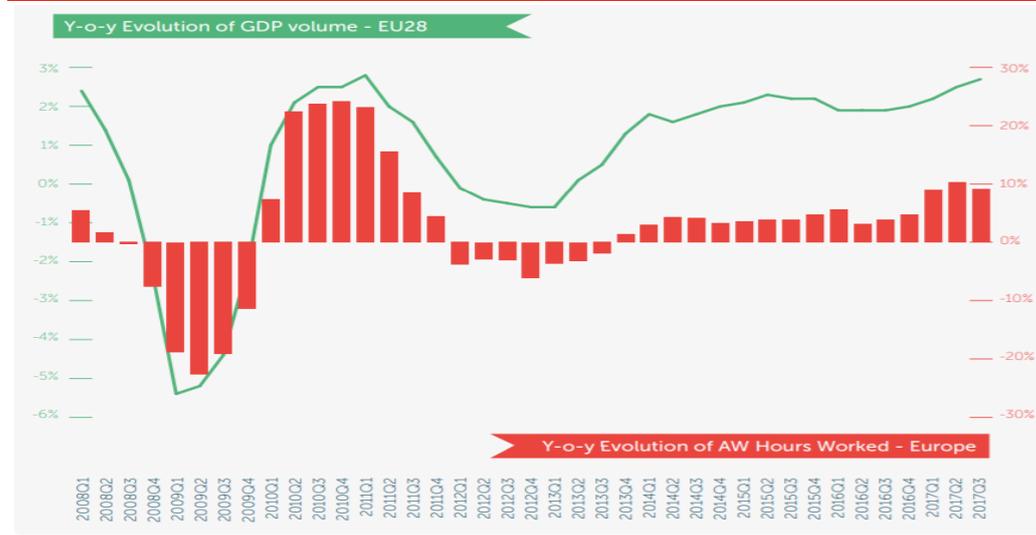
图表26: 2016年欧洲国家的灵活用工岗位分布



资料来源: WEC, 华泰证券研究所

海外市场发展相对成熟，对经济周期的敏感性较大。参考美国、欧洲、日本灵活用工渗透率变化情况，在经济衰退期，灵活用人人数、时长同比大幅下滑，占就业人口比重下降。同时在经济衰退和经济复苏期，灵活用工对经济变化的敏感度均高于整体就业市场；我们认为主要原因在于灵活用工整体渗透率较低，绝对规模远低于正式就业人口，经济变化时体现在表观数据上有较大波动；同时结合美国、日本就业数据来看，可能存在以下情形：经济复苏期，企业用人需求提升，但为避免用人风险，会率先招聘灵活用工；经济衰退期，因灵活用工通常为临时性、替代性的非核心岗位，合同签订期限通常较短，企业更易通过灵活用工进行人员压缩、成本管控。考虑我国灵活用工行业仍处快速发展期，社会环境、制度环境、经济发展阶段与发达国家也有一定区别，灵活用工对当前经济变化的敏感性仍待进一步观察。

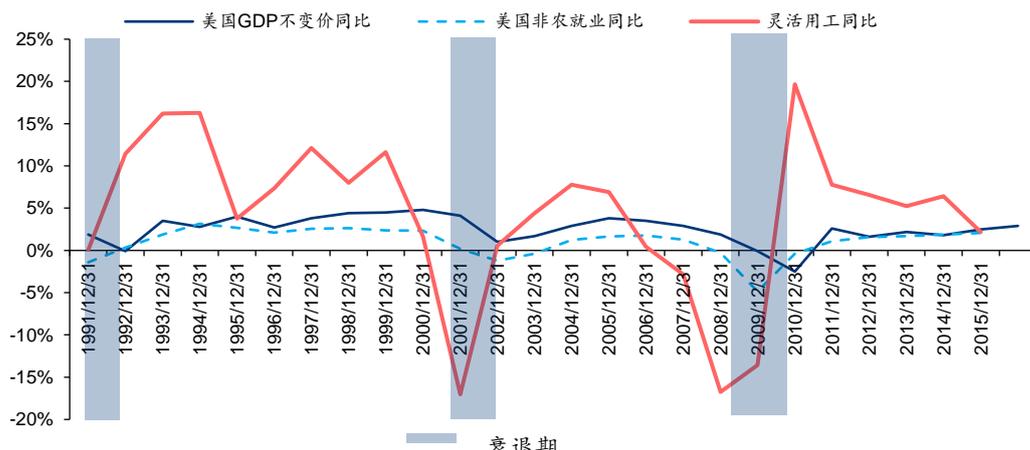
图表27: 欧洲 GDP 增速与灵活用工工作时长相关性较强



注: 左轴代表 GDP 增速, 右轴代表灵活用工工作平均时长增速

资料来源: WEC, 华泰证券研究所

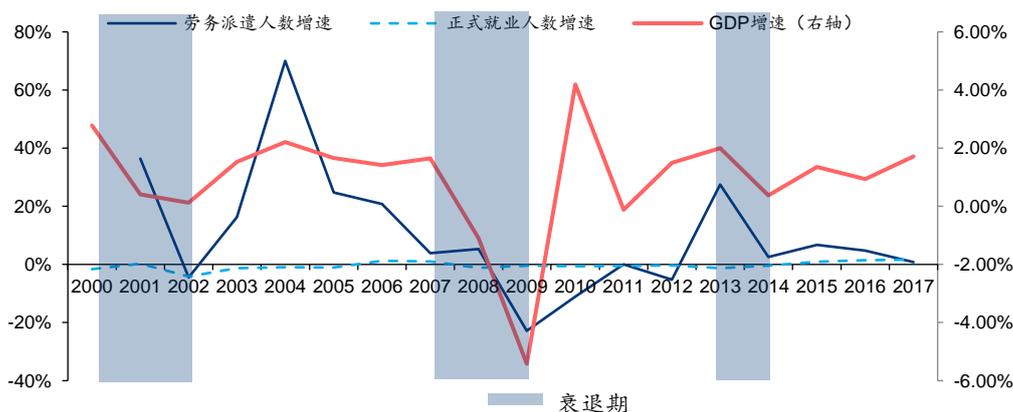
图表28： 美国就业情况与经济增长情况



资料来源：美国劳工局，华泰证券研究所

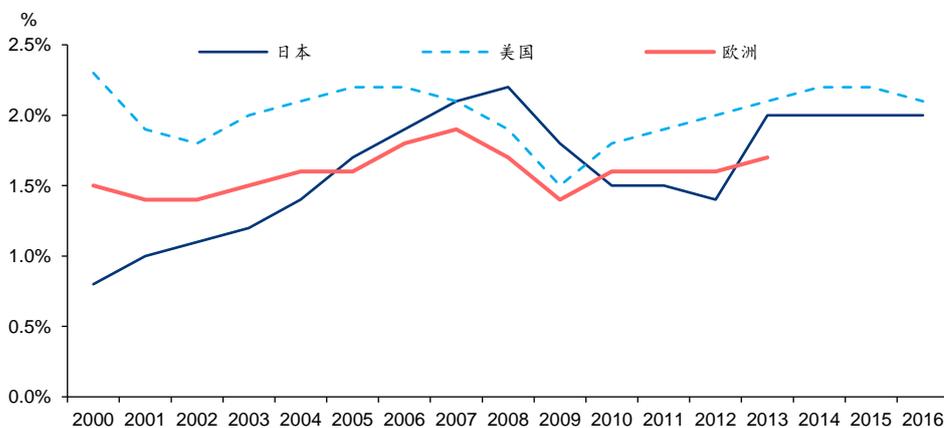
据厚生劳动省数据，2008年10月-2009年3月，日本共有1806个用人单位解聘及计划解聘124802人，派遣劳动者占比68.7%，正式工的失业率维持在约2%，而派遣劳动者的失业率达到10%。

图表29： 日本就业情况与经济增长情况



资料来源：日本厚生劳动省，华泰证券研究所

图表30： 发达国家金融危机期间灵活用工渗透率有一定程度下降



注：图例代表灵活用工人数/总就业人口比重

资料来源：WEC，华泰证券研究所

龙头份额相对稳定，并购、国际扩张驱动成长

业务模式类似，市占率较低保持稳定

德科、任仕达为行业前两位龙头企业，分别成立于1950-1960年代（德科集团由1957年成立的法国埃科和1964年成立的瑞士阿迪亚公司合并而成），发展历史较为悠久。17年公司收入分别达1846/1816亿元人民币，服务网络覆盖全球。从增长情况来看，两家公司近5年收入增速分别在3%/6%，增长趋缓，步入成熟期。

图表31：海外人资服务公司

证券简称	成立时间	成立地点	PE (TTM)	最新市值 (亿人民币)	5年收入 GAGR	5年净利润 GAGR	2017收入 (亿人民币)	2017归母净 利润(亿元)	营业利润率	净利润率
德科集团	1996年	瑞士	9.4	566.69	2.87	15.89	1846.02	61.48	4.19%	3.33%
任仕达	1960年	荷兰	13.95	1252.94	6.37	83.31	1815.81	47.3	3.69%	2.60%

注：德科集团1996年由法国埃科（成立于1957年）和瑞士阿迪亚（成立于1964年）合并；交易数据截至19年3月11日；

资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表32：龙头企业积累庞大客户及候选人资源，覆盖广泛服务网络（2017年数据）

公司名称	员工数量	候选人数量	覆盖国家 地区数量	分支机构	客户数量
任仕达	37930	668800（平均每天）	39	4858（2900个分支机构及1958个现场服务点）	
德科	33000	12400000（平均每天）	60	5000	100000（平均每天服务的数量）

资料来源：公司公告，各公司官网，华泰证券研究所

从业务模式来看，龙头公司提供涵盖低端蓝领、中端白领、高端专业人才的全面用工服务，包括正式用工（Permanent）以及临时用工（Tempoary），并提供外包供应商管理（MSP）、招聘流程外包（RPO）、职业生涯规划等综合人力资源解决方案。

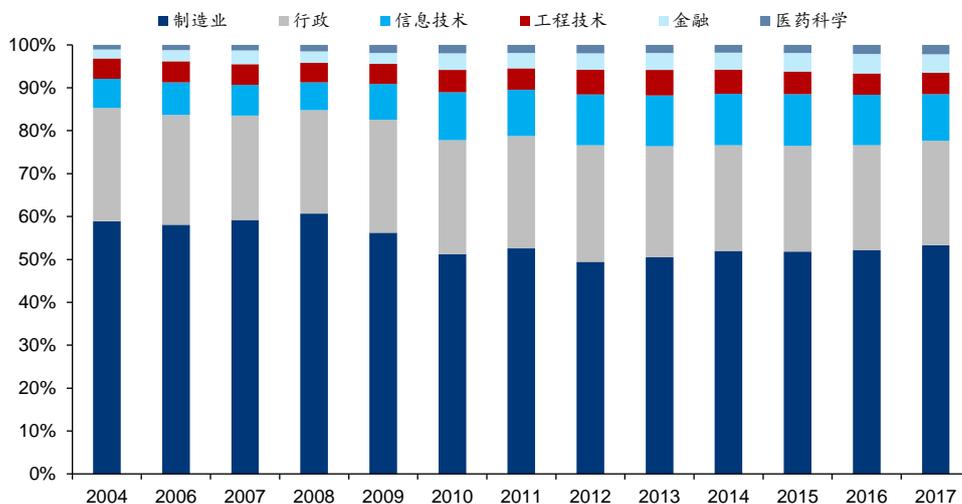
图表33：龙头企业多业务布局（2017年数据）

证券简称	分项业务	分项业务简介	分项业务收入占比
任仕达	Staffing	专注蓝领及白领招聘，涵盖灵活用工、永久招聘、薪酬管理、员工培训等。	53%
	Professionals	针对中高级领导职位，涵盖主管、经理、专业人士、临时专家等。	20%
	Inhouse	通常在制造和物流领域提供大量候选人提供现场服务，并提供全面的人力资源管理，包括招聘和选拔，培训，计划，保留和管理报告。	22%
	Global Business	在全球业务下，为客户提供一系列服务，包括托管服务计划（MSP），招聘流程外包（RPO）和新职介绍。	5%
德科集团	General Staffing	对企业客户提供中低端用人服务，包括两个业务线：office针对文书人员和支特性人员，industrial包括工业和服务行业的蓝领人员	76%（其中office24%，industrial52%）
	Professional staffing	对企业客户提供中高端用人服务，行业包括IT、技术工程，财务和法律，药物科学等	21%，（其中IT10%，工程5%，金融法律4%，药物科学2%）
	Talent development、MSP & RPO	职业发展规划、招聘流程外包、转职介绍服务等	3%
罗伯特哈夫国际公司	Accountemps、Robert Half Finance & Accounting and Robert Half Management Resources	会计和金融领域的灵活用工和人才招聘咨询服务	Temporary and Consultant Staffing(灵活用工及招聘顾问外派) 78.1%；Risk Consulting and Internal Audit Services（风控咨询及内部审计服务） 13.5%；Permanent Placement Staffing（正式工作人员招聘） 8.4%
	OfficeTeam	高技术人才的灵活用工服务	
	Robert Half Technology	IT领域服务，包括人员招聘及信息技术系统的开发应用等	
	Robert Half Legal	为律师事务所和公司法律部门内提供临时项目的用工及全职人员的招聘服务	
	Creative Group	数字，营销和创意领域的灵活用工服务	
	Protiviti	公司的全资子公司，为全球业务咨询和内部审计公司	

资料来源：彭博，华泰证券研究所

从岗位分布来看，龙头公司灵活用工岗位主要分布在制造业、办公室岗位以及专业技术岗位。伴随发达国家产业升级，劳动力需求迅速转移至第三产业，专业性人才的需求日益强烈，专业技术岗位贡献的收入占比整体提升，德科从04年的14.7%提升至17年的22.4%。

图表34：德科公司分行业收入分布



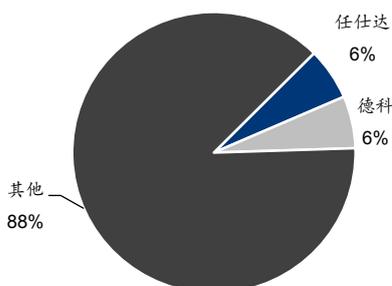
注：图例代表灵活用工人数/总就业人口比重

资料来源：WEC，华泰证券研究所

据任仕达年报数据，17年德科、任仕达市占率合计约为12%。另据WEC数据，06-14年前十大人资龙头市场份额从33%以上降至25%，人资行业偏向同质化服务，行业竞争不断加剧，大型人资企业资本实力更强，在兼并收购方面更具优势，同时业务层面区域分布广，服务全面，流程更加专业化，前三大龙头市场份额06-16年则保持相对稳定。

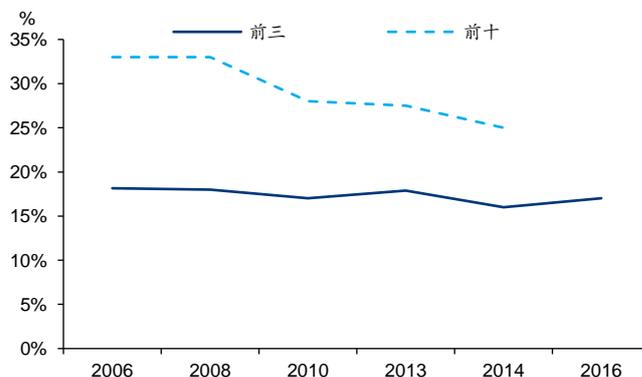
人资服务行业准入门槛较低，龙头企业优势在于提供全面服务解决方案，服务网络覆盖广泛，规模效应凸显，并有较强资本实力进行收购兼并，行业竞争加剧背景下，依然能维持相对稳定的市场份额。1) 龙头企业通常提供涵盖灵活用工、直接招聘、招聘流程外包、托管服务计划等全面的人力资源服务解决方案，多业务布局有助于提升企业综合实力和客户粘性，各个业务条线之间亦有助于相互引流、形成协同效应。2) 服务网络广泛，业务覆盖全球，对全球各个区域市场的劳动法规政策、企业客户需求均有全面把握，综合产品服务实力突出。3) 积累庞大客户及候选人资源，新进入者难以快速复制，且行业向数字化转型过程中，小型企业因缺乏技术解决方案而难以应对市场变化。

图表35：2017年人资服务市场格局



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

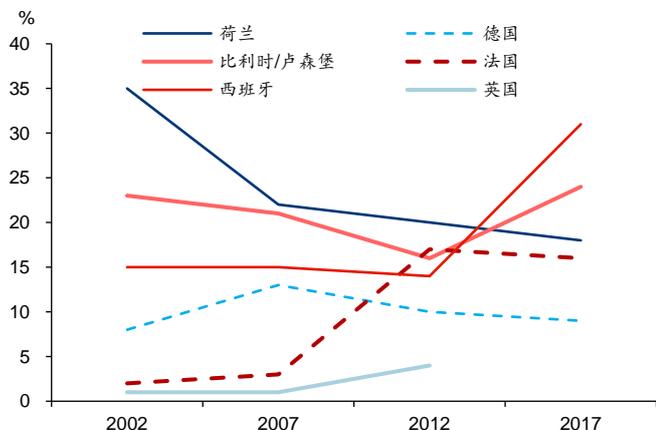
图表36：前十大企业市占率整体下降，前三大企业市场份额相对稳定



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

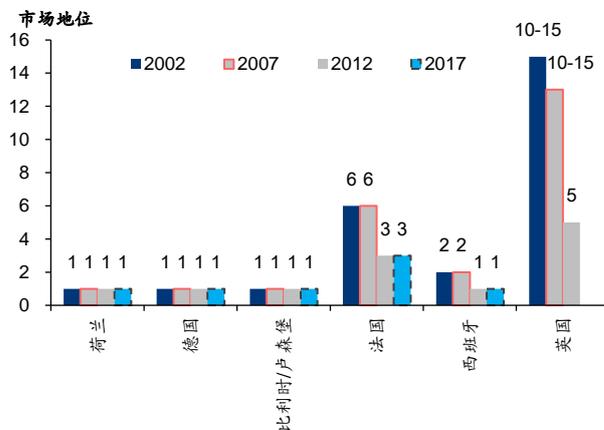
推测因经济、人口、劳动政策等各方面影响，各区域市场集中度有所差异。据公司公告，2017年任仕达在美国排名第二，但其市场份额仅3%；在德国排名第一，市占率为9%；在荷兰、比利时、西班牙排名第一，市场份额分别达到了18%/24%/31%。

图表37：任仕达分地区市场份额变化（按收入）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表38：任仕达分地区市场地位变化



注：纵轴表示任仕达当年在该地区市场的地位排名；

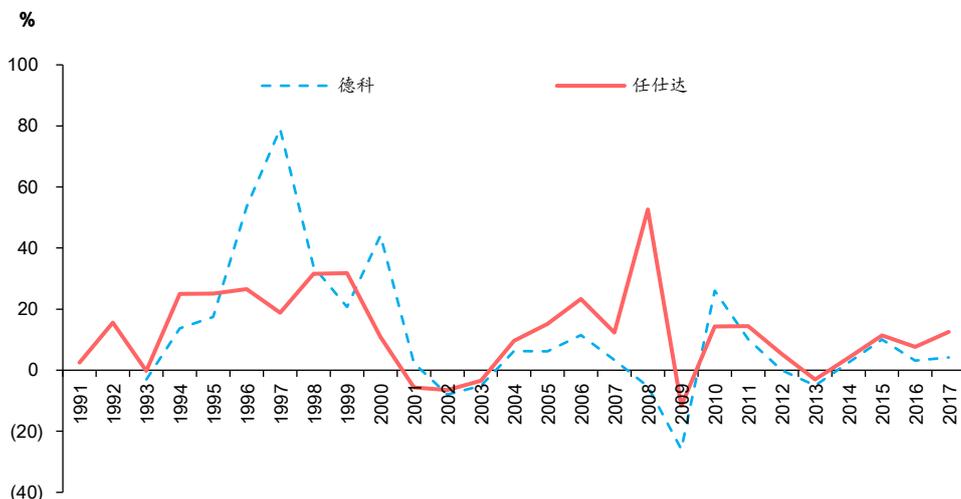
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

并购扩大版图，业绩快速增长长期较长

龙头发展早期主要通过内生增长实现快速扩张。以任仕达为例，任仕达于1960年成立，至1970年收入规模仅为2400万美元，1970-1980年，公司主要通过业务线拓展、异地扩张驱动早期内生高速增长，收入复合增速达到26%（任仕达在发展初期的首次收购发生在1974年，公司当时在德国成立清洁部门，负责向飞机、火车及办公楼等提供清洁或维修服务，次年公司为了在比利时拓展同类业务收购了当地的Belglas）；1980-1989年，公司收入复合增速亦达到17%，依然维持较高水平。

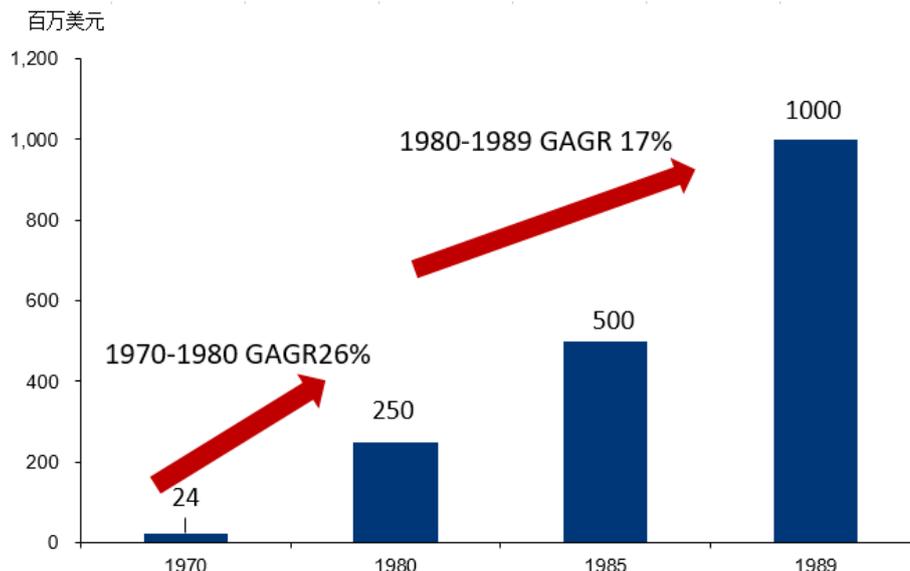
我们认为，龙头公司发展早期的快速增长驱动主要来自于：1) 经济增长、企业扩张带来的用人需求提升，面对产业结构转型，企业逐渐提升临时员工比例应对用人成本变化；2) 此前各地限制临时用工政策不断放开，劳动力流动性提升；3) 企业跨国业务迅速发展，为龙头企业异地扩张奠定客户资源基础。

图表39：1991-2017年德科、任仕达公司收入增速



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表40：任仕达成立早期收入增速



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

90年代之后，龙头公司不断通过整合做大规模、提高市占率。1980年代，法国 Ecco、瑞典 Adia SA 均位列全球人资前三龙头，1996年法国 Ecco、瑞典 Adia SA 合并成为 Adecco，一跃成为规模最大的人资企业。2000年德科继续收购美国的 Olsten Staffing，拓展美国市场规模。

1982年任仕达竞争对手 Tempo team 因经济衰退影响产生大额债务，被任仕达以 12.5 万欧元收购；2007年任仕达以现金+股票的方式收购荷兰的 Vedior，收购完成后二者合计收入达 173 亿欧元，成全球第二大公司（Vedior 亦主要通过兼并重组成为行业龙头，其前身为 1909 年成立的荷兰清洁服务公司，1996 年整合法国职业介绍中介机构 Bis SA，后陆续通过收购英国的 Select Appointments、美国的 Acsys 等成为全球第四大人资服务提供商）。2011 年任仕达继续收购北美的 SFN Group，成为美国市场的第三大服务商。13-16 年公司又陆续收购欧洲的 USG People、Obiettivo Lavoro、Proffice，巩固在西班牙、意大利、波兰、瑞士、卢森堡以及奥地利的市场份额。

图表41：任仕达收购 Vedior 后欧洲区域市场份额变化

	荷兰	德国	比利时/卢森堡	法国	西班牙	英国	瑞士	葡萄牙	波兰
市场地位 2007	1	1	1	6	2	3	4	3	2
市场地位 2008	1	1	1	3	2	3	3	1	1
市场份额 (%) 2007	22	13	21	3	15	1	6		
市场份额 (%) 2008	27	15	30	19	27	4			

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

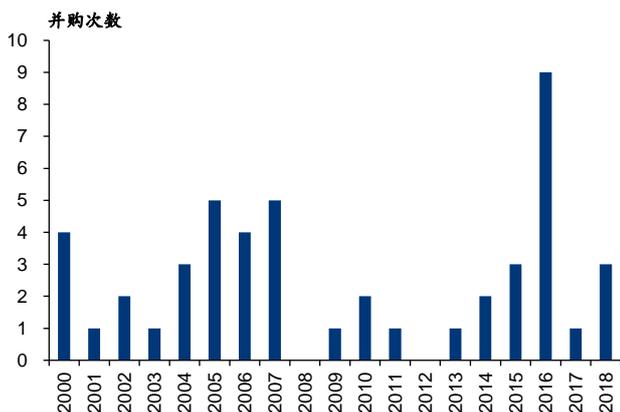
外延并购有助实现市场份额提升、专业服务能力提升、技术水平提升，并能够通过业务整合实现一定协同效应。

收购标的的业务通常被整合到现有业务条线，有利于充分发挥协同效应。以任仕达为例，2008 年任仕达完成收购 Vedior 后，将其旗下的专业用工服务（entrepreneurial professionals businesses）整合到原有的灵活用工业务中，使得灵活用工业务的综合实力与服务水平进一步增强。11 年收购 SFN Group 后，将其旗下的 SourceRight Solutions

业务组合为 Randstad Sourceright, 使得公司在北美招聘流程外包 (RPO) 市场取得领先地位。整体而言, 任仕达在进行收购后, 基本会将标的旗下的业务统一整合到 Randstad 与 Tempo-Team 两个品牌以巩固提升品牌知名度与影响力。

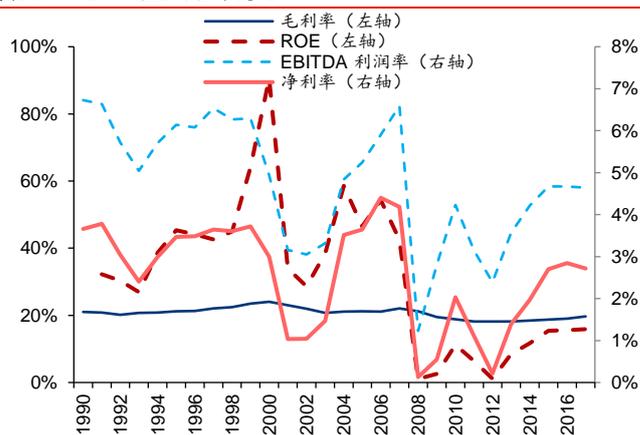
财务层面, 业务层面的整合、协同、引流以及融资和税收架构的优化驱动, 08 年公司因收购 Vedior 产生税前成本节约 2200 万欧元, 2011 因收购 SFN Group 产生税前成本节约 3000 万欧元; 从投资回报看, 13-16 年任仕达并购加速, 协同效应显现叠加全球经济形势转好, 公司净利率水平提升, ROE 亦整体上扬。

图表42: 2000年以来任仕达实施的并购次数



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

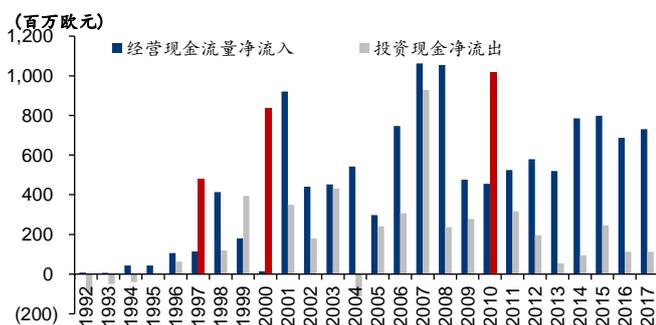
图表43: 任仕达盈利能力变化



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

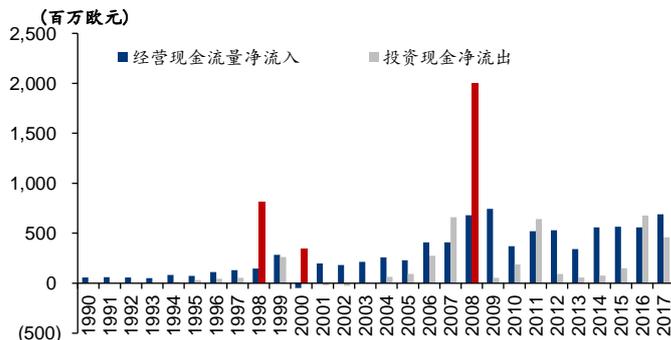
风险主要来自于频繁收购对于现金流的压力以及商誉大幅减值 (特别在经济衰退期)。收购方式现金为主, 大型收购会对当年现金流造成一定压力。1998-2017 年, 任仕达公布具体收购方式的 21 次收购中, 现金收购 17 次。1998 年, 公司以现金 8.5 亿欧元收购美国的灵活用工服务提供商 Strategix Solutions, 2007, 公司以 35 亿欧元收购 Vedior, 造成当年投资现金净流出明显高于经营活动现金净流入。德科公司在 1997/2000/2010 年亦因大型收购造成一定现金流压力, 故在大额收购的第二年, 企业并购活动通常大幅缩减, 主要进行内部业务条线的整合以实现内生增长。

图表44: 德科历年现金流情况



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

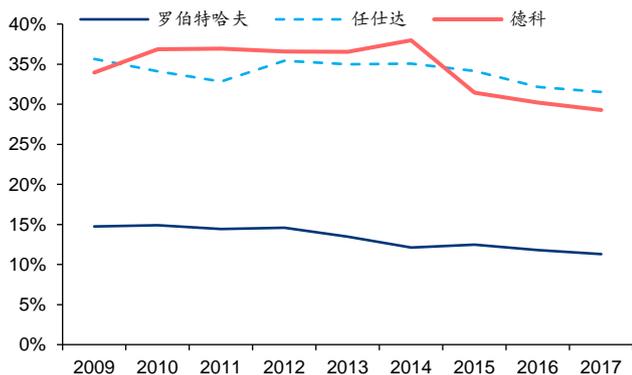
图表45: 任仕达历年现金流情况



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

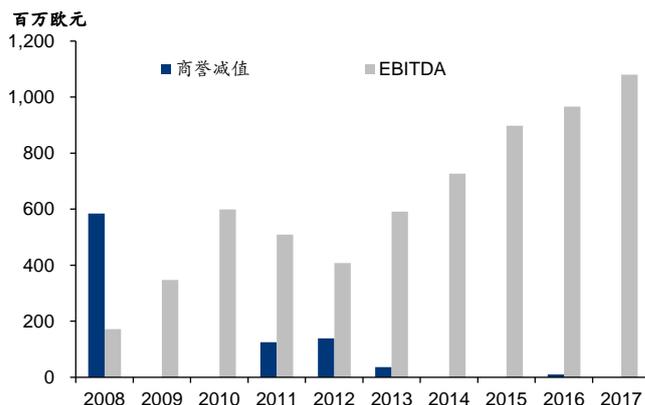
从资产状况来看, 我们所选取的四大人力资源服务公司外延并购产生的商誉占总资产的比例基本在 10% 以上, 其中任仕达、德科公司商誉占比更是在 30% 以上。2008 年因金融危机造成业绩下滑, 任仕达收购的 Vedior 商誉减值 5 亿欧元, 任仕净利润从 07 年的 3.84 亿下降至 08 年的 1820 万欧元。

图表46: 海外人资公司商誉/总资产比例



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表47: 任仕达 08-17 年商誉减值情况



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

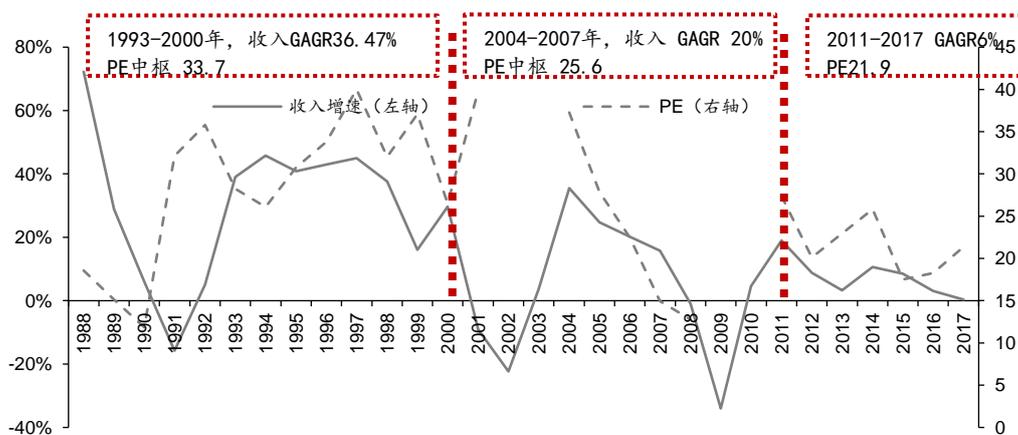
成长期估值相对较高, 成熟期估值有所回落

任仕达、德科 19 年 3 月 11 日 PE (TTM) 分别为 14/9 倍, 因行业发展成熟, 收入增速趋缓, 估值水平较低。1980 年代以来, 剔除因盈利大幅下滑带来的虚高估值, 人力资源服务公司收入及盈利维持一段时期较快增长, 估值水平相对较高, 其余阶段估值水平基本在 20 倍以下。

伴随 1990 年代美国的经济复苏、整体就业人数增长以及灵活用工行业的迅速发展, 罗伯特哈夫国际公司将业务线从财会金融向办公室行政、IT 技术等领域不断延伸, 1993-2000 年收入从 3.06 亿美元提升至 26.99 亿美元, GAGR36.47%, 净利润从 1993 年的 1170 万美元提升至 2000 年的 1.86 亿美元, GAGR 48.43%, PE 整体维持较高水平, 期间 PE(TTM) 中枢在 34 倍。

1990 年以来, 全球经济环境向好叠加欧盟国家对灵活用工政策的不断放开, 任仕达从荷兰向比利时、德国、法国、英国、西班牙等市场扩张, 业务线亦从基础的话务员、清洁工等向机械设备、电子、保险、建筑等领域拓展, 1994-1999 年公司收入从 17.05 亿提升至 55.65 亿美元, GAGR 26.69%, 净利润从 5100 万提升至 1.98 亿美元, GAGR 31.31%, 同期公司 PE (TTM) 从 94 年的 18 倍最高提升至 1998 年的 33 倍, 中枢水平在 31 倍。

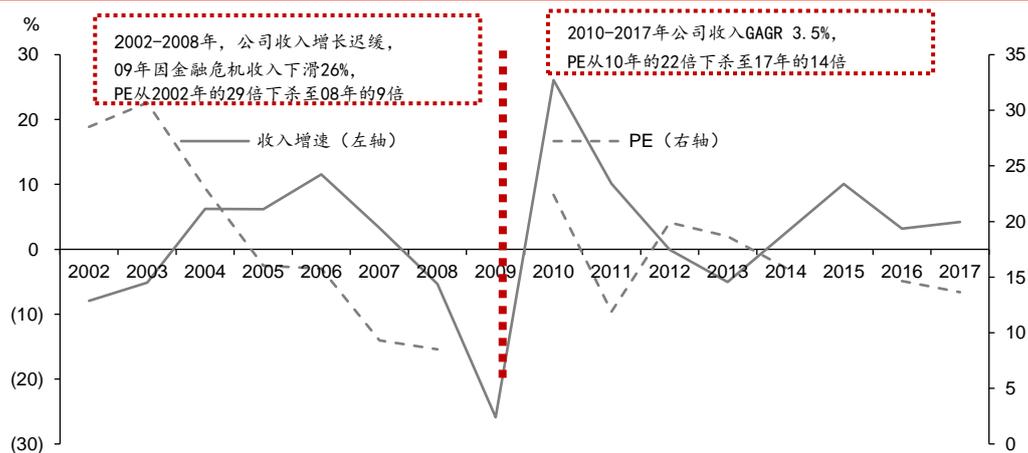
图表48: 罗伯特哈夫 1988-2017 年估值水平及收入增速



注: 估值水平选取 PE TTM;

资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

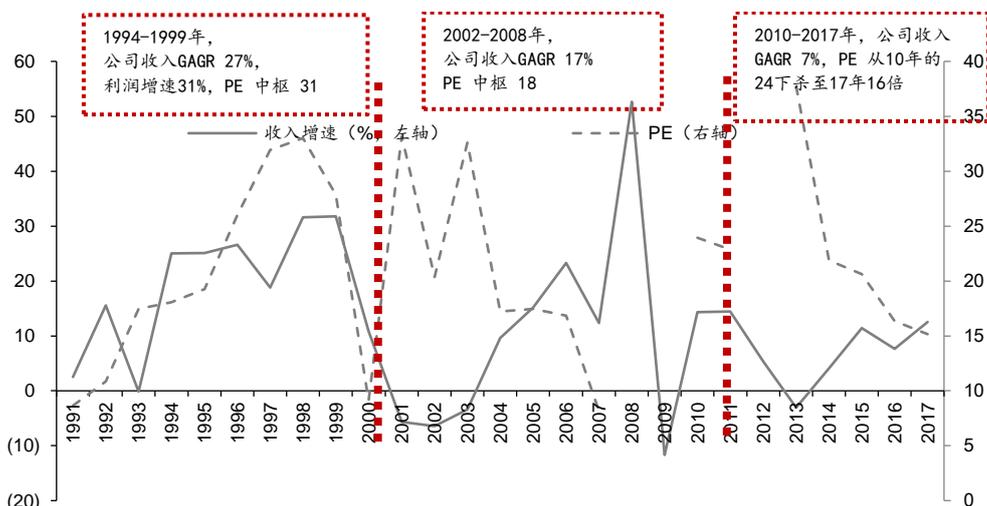
图表49：德科公司 2002-2017 年估值水平及收入增速



注：估值水平选取 PE TTM;

资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表50：任仕达 1991-2017 年估值水平及收入增速



注：估值水平选取 PE TTM;

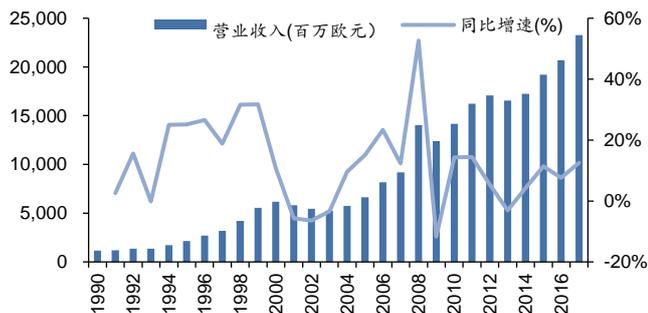
资料来源：彭博，华泰证券研究所

龙头巡礼：提供全面解决方案，品牌优势彰显

任仕达：发力技术，转型数据驱动供应商

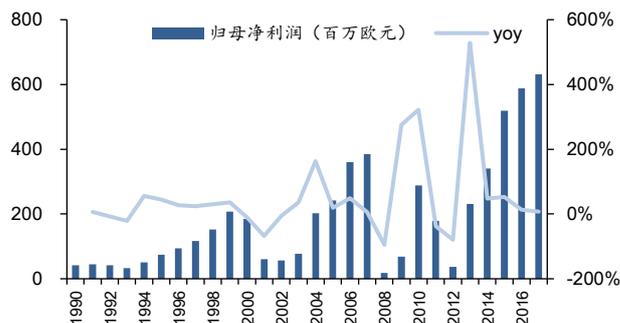
任仕达集团是世界第二大人力资源服务企业，1960年在荷兰创立，1990年在泛欧证券交易所上市（现与纽约证券交易所合并）。据公司公告，截至2017年，任仕达业务遍及全球39个国家，拥有4858家分支机构，企业员工数量37930人，2017财年，公司收入233亿欧元，5年GAGR6.37%。17财年归母净利润6.3亿欧元，5年GAGR28.6%。

图表51：公司历年收入及增速



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表52：公司历年归母净利润及增速



资料来源：彭博，华泰证券研究所

任仕达的发展历程可主要划分为以下几大阶段：

- 1) 成立之初，任仕达主要为保险业，银行和医疗保健部门提供人员招聘服务且人员基本为打字员，会计师，行政人员和秘书等支持性工作者。
- 2) 20世纪70年代，任仕达开始拓宽业务范围，覆盖从医疗到工业的所有类型的人员。
- 3) 20世纪80年代，在欧洲经济复苏时期正确选择了注重业务增长而非控制成本的策略，业绩大幅上升。从1982年开始，欧洲从政策上放松了对临时人员编制机构的限制，这对任仕达来说成为了临时人员招聘业务发展的契机和助力。
- 4) 1990年代，任仕达将更多的精力放在了自己国际化的战略上，先后在比利时匈牙利德国法国美国等地通过收购兼并的方式布局。进入21世纪，任仕达逐步进入亚太市场并于2006年进入中国。

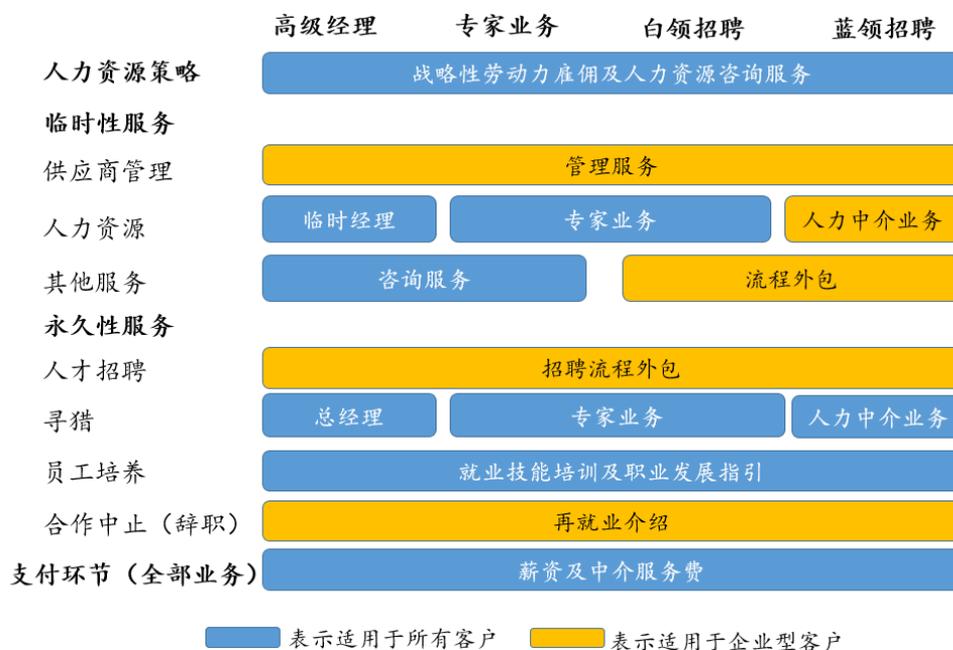
图表53：任仕达发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

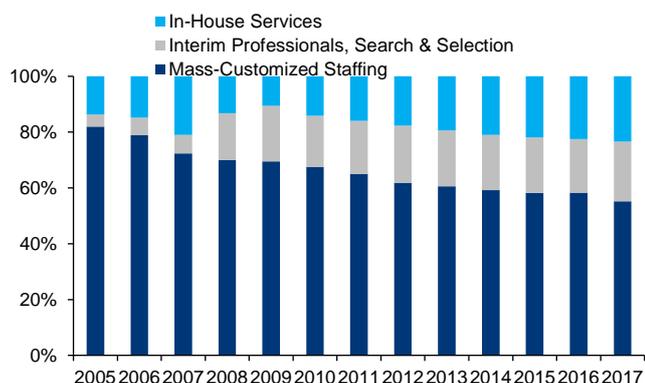
从收入构成来看，公司的人力中介业务（Staffing）专注蓝领及白领招聘，专家业务（professional）专注中高级领导职位，驻场服务（Inhouse Service）则专注于为企业客户提供全面的人力资源管理服务。2017年人力中介业务收入占比超过50%，为集团主要的收入来源，05-17年以来该业务收入占比不断降低，与此同时专家业务、驻场服务的收入占比在不断提升。

图表54：公司向企业客户提供全面人力资源服务解决方案



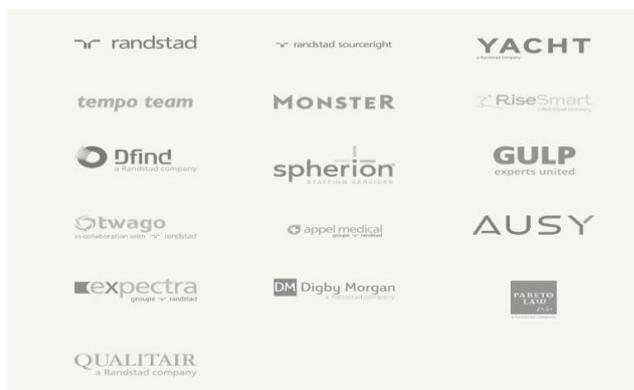
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表55：公司分项业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

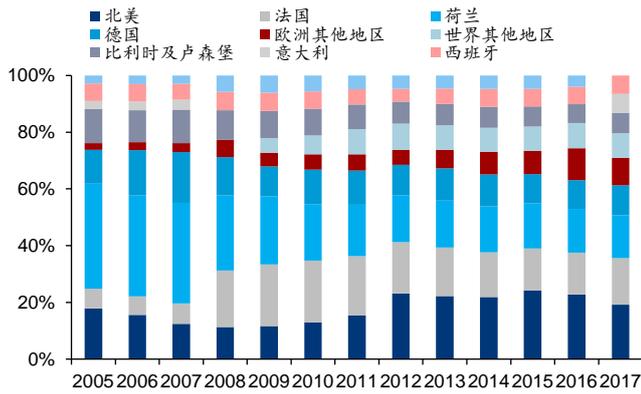
图表56：公司旗下业务品牌



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

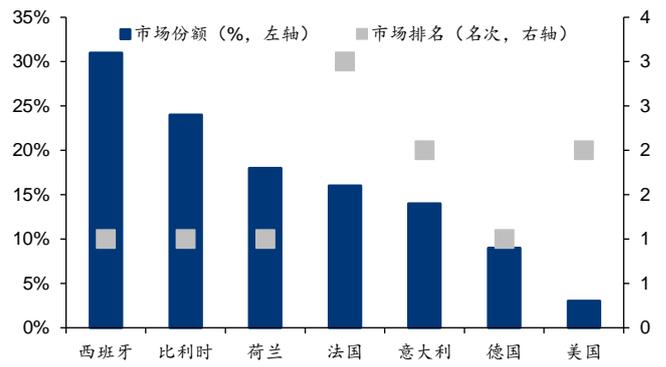
从区域构成来看，05-17年任仕达欧洲地区收入占比基本在70%以上，在西班牙、比利时、荷兰、法国，公司市场份额均在15%以上，市占率均排名前三。美国地区收入占比约在20%，2009年起公司业务开始向其他区域扩张，其他区域收入占比从2009年的5%提升至2017年的9%。

图表57: 公司分地区收入结构



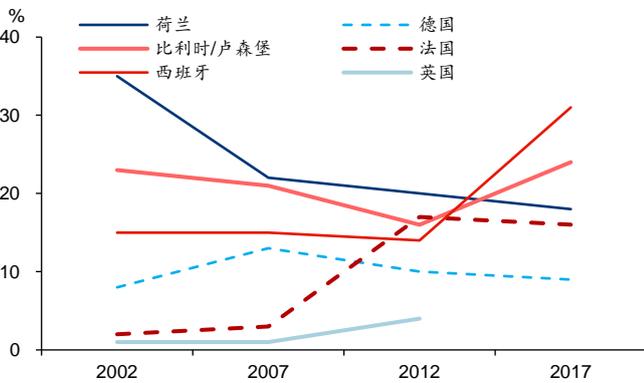
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表58: 2017年公司在主要区域市场的市场份额及市场排名



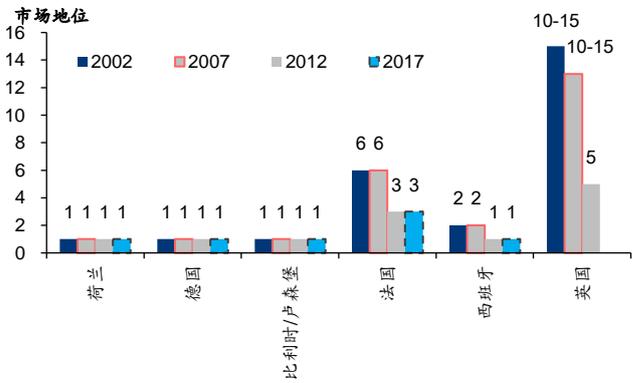
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表59: 任仕达分地区市场份额变化 (按收入)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表60: 任仕达分地区市场地位变化

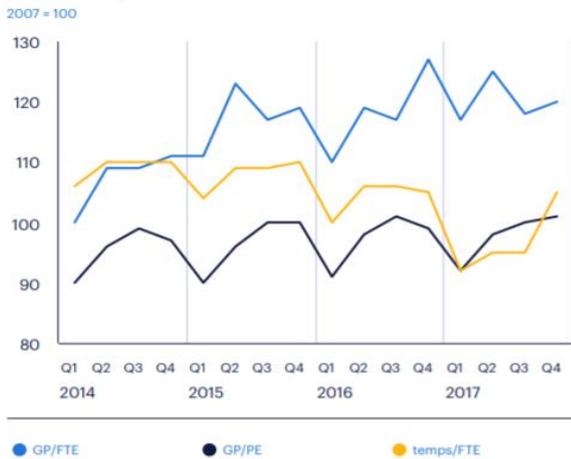


注: 纵轴表示市场地位排名, 如1表示市场份额排名第一

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

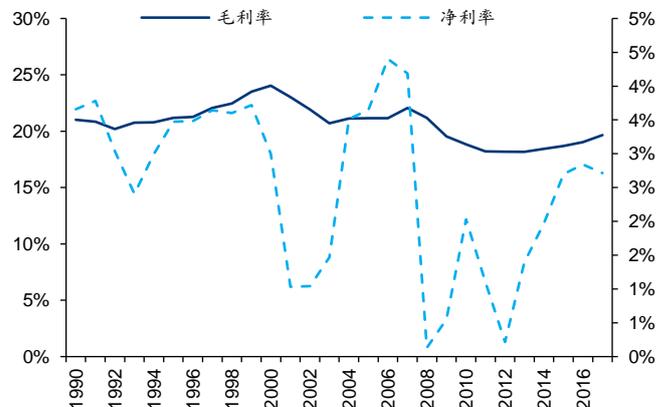
从每员工创造毛利(GP/FTE)、毛利成本比(GP/PE)、每员工招聘候选人数量(Temps/FTE)三个指标来看, 2017年每员工创造毛利同比提升3%, 明显改善, 其余两个指标则保持相对平稳。14-17年, 公司毛利率从18.42%提升至19.64%, 生产效率略有提升。

图表61: 公司生产率水平变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

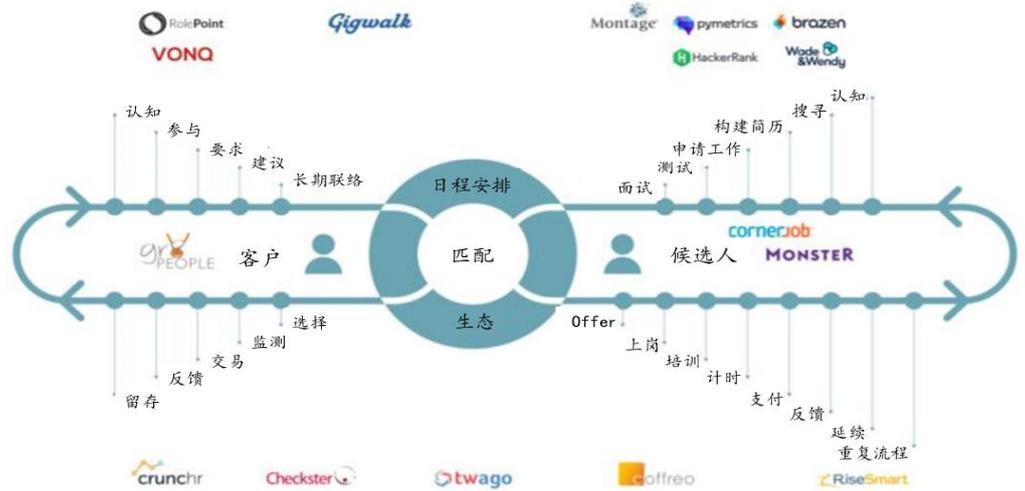
图表62: 公司毛利率 (左轴) 和净利率 (右轴) 变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

积极推进技术发展，从传统人资服务商向数据驱动的 HR 解决方案提供商转型。2014 年，公司推出了任仕达创新基金（RIF），专门投资人力资源技术初创公司。2015 年，任仕达收购提供就业安置分析服务的 RiseSmart，2016 年收购在线招聘平台 Monster。17 年底，公司建立了数字工厂，通过内生研发与外延收购相结合，快速提高自身技术水平。

图表63： 公司目前的技术解决方案涵盖人力资源服务全流程

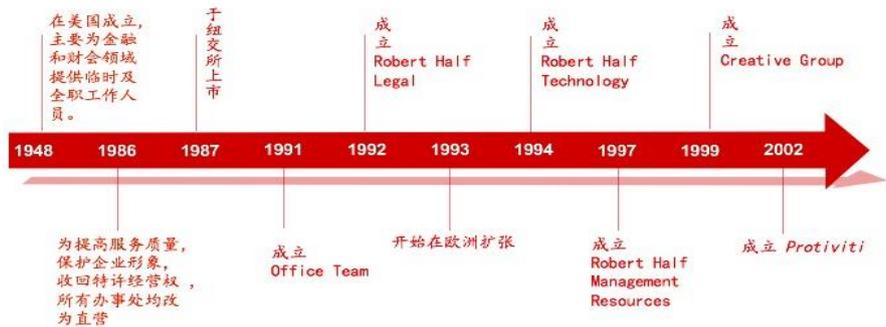


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

罗伯特哈夫：专注金融财会领域，盈利能力突出

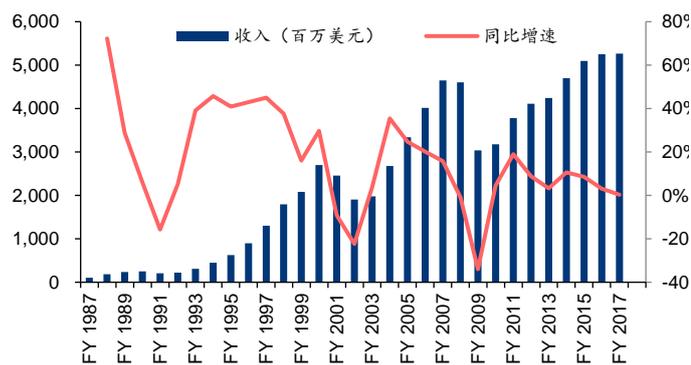
公司 1948 年创立于纽约，主要提供财务会计领域人员招聘服务及风险咨询服务。1986 年以前，公司主要以加盟方式发展业务，为企业客户提供金融和财会领域临时及全职专业人员。从 1986 年开始，公司开始收购加盟商，以便提供更高标准的服务，并开始快速扩张服务网点，还通过推出 OfficeTeam, Robert Half Technology, Robert Half Management Resources, Robert Half Legal 和 The Creative Group 等新产品线不断丰富业务范围。1987 年公司在纽交所上市，2017 年公司收入 52.67 亿美元，5 年复合增速 5%，归母净利润 2.9 亿美元，5 年复合增速 7%。

图表64： 公司发展历程



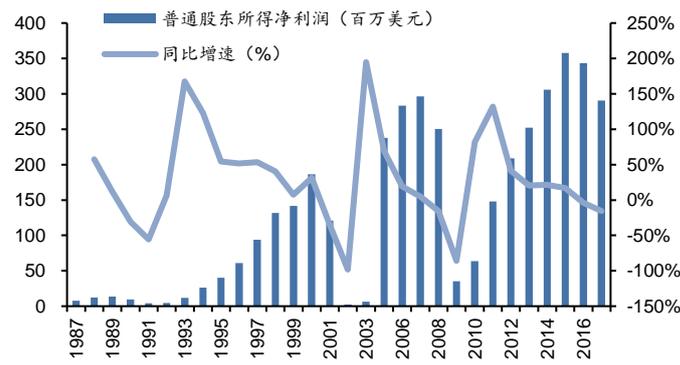
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表65: 公司历年收入及增速



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

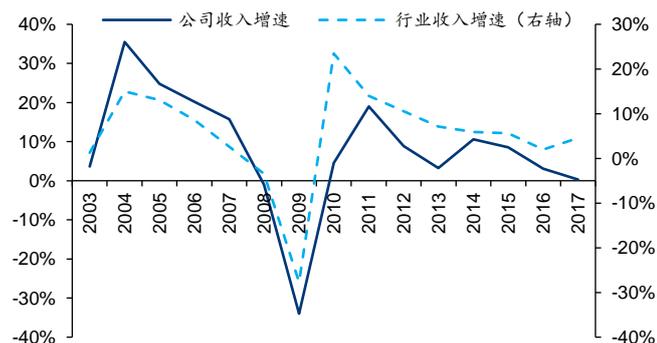
图表66: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

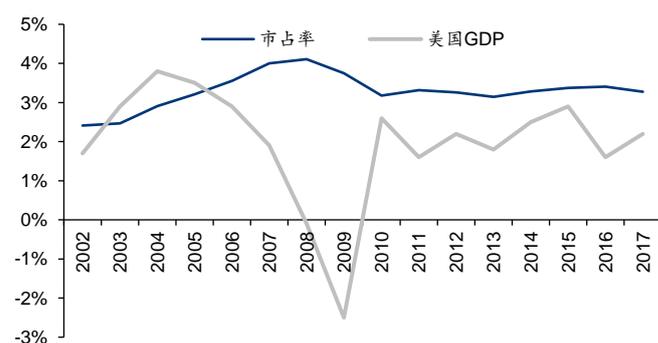
2008年之前, 公司收入维持快速增长, 根据罗伯特哈夫历年营业收入(公司公告)及美国人力资源行业规模(美国用工协会)计算, 公司市占率(占美国市场)从2002年的2.4%提升至2008年的4.1%, 09-10年公司收入增速慢于行业, 市占率有所下滑, 11年之后市占率维持在3.2%-3.4%之间。

图表67: 公司历年收入增速及行业收入增速



资料来源: 彭博, 公司公告, 华泰证券研究所

图表68: 公司市占率变化及美国经济增速



资料来源: 彭博, 公司公告, 美国用工协会, 华泰证券研究所

公司旗下有八大品牌提供分领域业务: 通过 Accountemps、Robert Half Finance & Accounting 和 Robert Half Management Resources 三个部门提供会计和金融领域的灵活用工和人才招聘咨询服务。OfficeTeam 则专注于提供高技术人才的灵活用工服务。Robert Half Technology 专注于提供 IT 领域服务, 包括人员招聘及信息技术系统的开发应用等。Robert Half Legal 为律师事务所和公司法律部门内提供临时项目的用工及全职人员的招聘服务。Creative Group 在数字, 营销和创意领域提供项目人员。Protiviti 为公司全资子公司, 专注于企业风险咨询管理和内部审计。

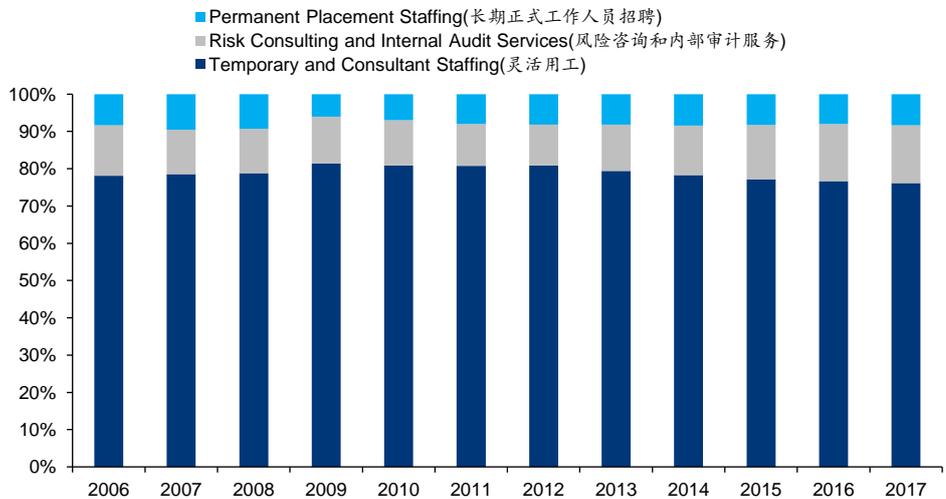
图表69： 分项业务情况

业务类型	业务描述	17年收入结构
Accountemps、Robert Half Finance & Accounting 和 Robert Half Management Resources	会计和金融领域的灵活用工和人才招聘咨询服务	Temporary and Consultant Staffing(灵活用工及招聘顾问外派) 78.1%; Risk Consulting and Internal Audit Services (风控咨询及内部审计服务) 13.5%; Permanent Placement Staffing(正式工作人员招聘) 8%
OfficeTeam	高技术人才的灵活用工服务	
Robert Half Technology	IT领域服务,包括人员招聘及信息技术系统的开发应用等	
Robert Half Legal	为律师事务所和公司法律部门内提供临时项目的用工及全职人员的招聘服务	
Creative Group	数字,营销和创意领域的灵活用工服务	
Protiviti	公司的全资子公司,为全球业务咨询和内部审计公司	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

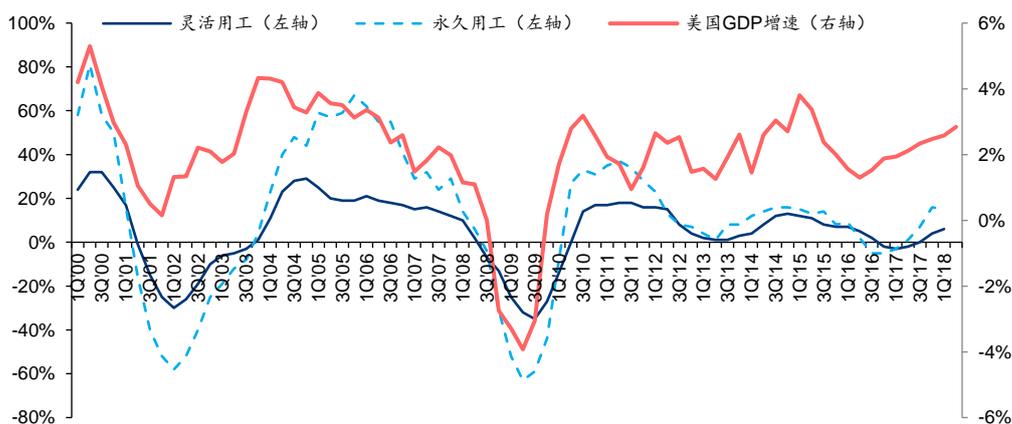
从罗伯特哈夫业务结构来看，17年灵活用工收入占比达到78%，为主要收入构成。永久用工（Permanent Placement Staffing）收入变化的弹性高于灵活用工（Temporary Staffing），经济下行期收入降幅更高，经济上行期收入增幅更高。而据前文，美国在经济衰退和经济复苏期，灵活用工对经济变化的敏感度均高于整体就业市场。我们推测这一差异主要在于，16年美国整体灵活用工渗透率仅2.1%，而公司灵活用工收入达到78%，业务结构的差异使得在报表上体现为公司的永久用工业务对经济变化的敏感度更高。

图表70： 公司分项业务收入结构占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表71： 罗伯特哈夫分业务增收收入速变化

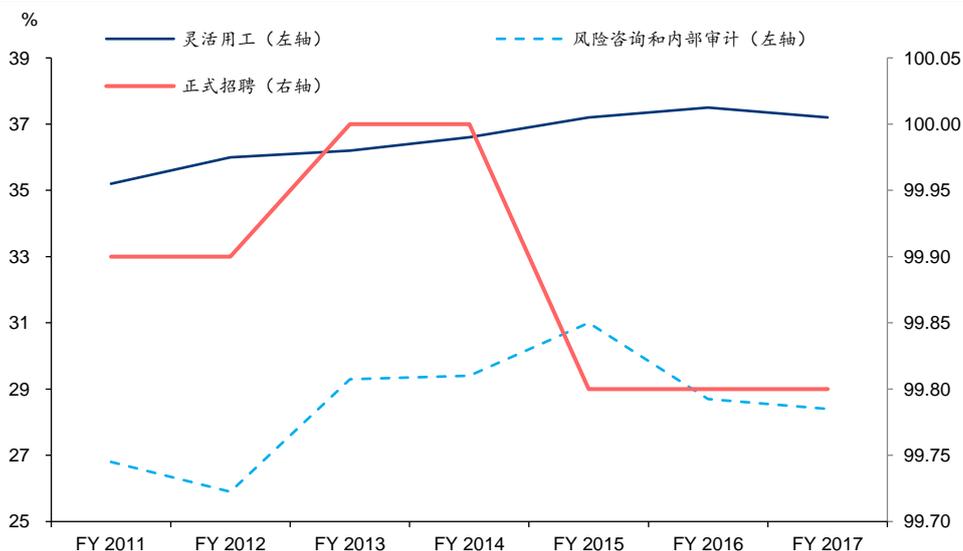


资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

从收入驱动来看，灵活用工业务的主要影响因素来自每小时服务费以及灵活用工工作时长。永久招聘业务的主要影响因素来自推荐候选人数量以及单个候选人的服务费。风险咨询管理及内部审计业务的主要影响因素则来自于派驻的咨询工作人员工作时长以及每小时服务费。综合而言，人员数量的增加和产出水平的提升是主要增长驱动。

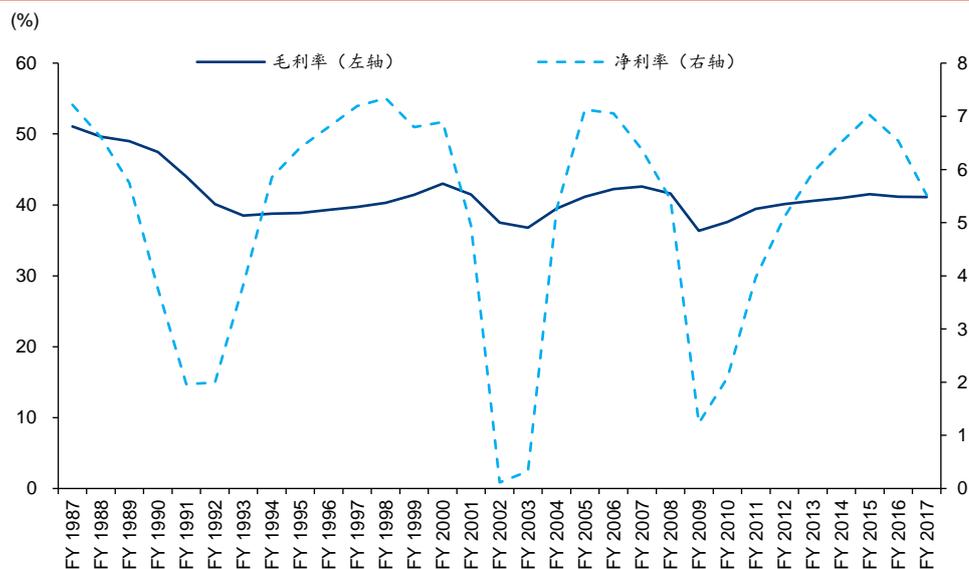
从毛利率来看，2011-2017年，公司永久招聘业务的毛利率在99%-100%，主要原因在于公司以净服务费计入收入，主要营业成本仅包含少量的补偿费用。2011-2017年，公司灵活用工业务毛利率约在35%-37%，风险咨询管理及内部审计业务的毛利率约在26%-31%，主要营业成本均为员工工资、工资税、灵活用工人员的福利成本及补偿费用等。

图表72： 公司分项业务毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

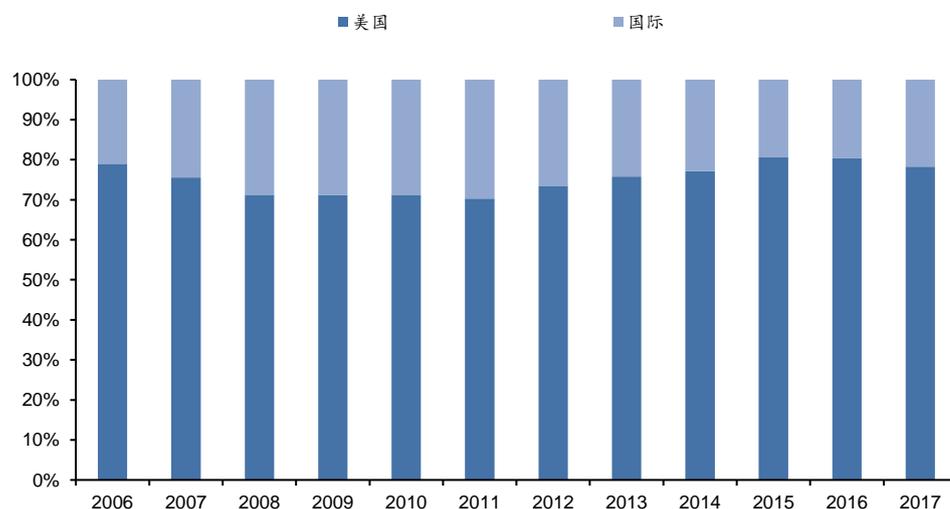
图表73: 公司历年盈利能力变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

据公司公告, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司的用工业务在美国 42 个州及海外 17 个国家拥有 323 个办事处, 由当地办事处负责本地市场的销售、宣传推广、市场营销以及招聘。公司通过 Protiviti 开展的风险控制管理业务则在美国 23 个州及海外 11 个国家拥有 56 个办事处。从区域来看, 美国业务占公司收入比重在 70% 以上, 贡献主要收入来源。

图表74: 公司分区域收入占比



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

据公司公告, 截至 2017 年, 公司拥有约 17200 名全职员工, 其中约 3600 名为 Protiviti 的员工, 提供审计业务。同时, 公司为企业客户提供的灵活用工人数为 211400 人, 并为此承担相应的保险金、失业税、社保及社会福利等人员成本。

图表75： 公司全职工数量变化及单员工收入贡献



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

以中小企业为核心客户基础。公司企业客户覆盖广泛，其中中小企业是公司核心客户群体。中小企业客户通常缺乏专门的人力资源部门，相较于大企业亦缺少招聘及后续管理能力，对公司而言更易深度挖掘人资服务需求。

专注金融财会+IT 领域，提供人资+风险控制综合解决方案，提升客户粘性。据美国劳工部数据，在 20 个职业领域中，2017 年美国金融财会领域工作职位增速最高，同时失业率显著低于全国整体 3.9% 的水平（金融机构经理/金融分析师/会计审计失业率分别为 0.5%/0.7%/1.9%）。而据公司公告，IT 就业市场同样就有较低失业率，市场规模是金融财会的 3-4 倍。同时公司 2002 年通过收购 Arthur Andersen 前雇员成立 Protiviti 子公司提供风险咨询业务，相较传统人资服务公司及传统咨询公司，罗伯特哈夫公司可提供人资+咨询综合服务解决方案，并专注于细分业务领域发展，有助打造专业化竞争优势，提升客户粘性。

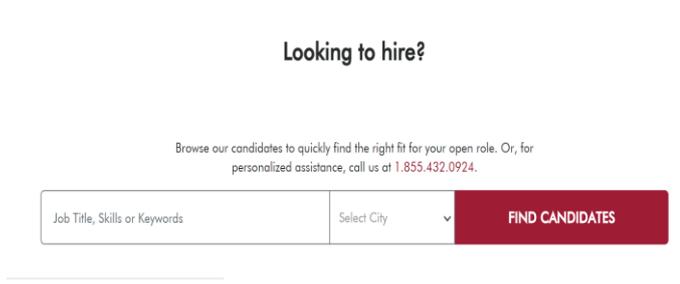
图表76： 公司提供人力资源+咨询综合服务



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

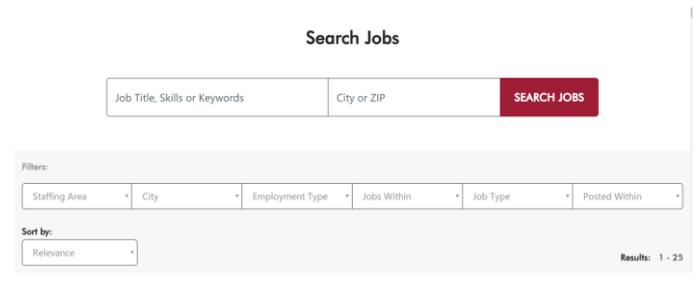
利用互联网技术提高服务能力。公司自有线上平台具有先进匹配算法，实现候选人数据库的精准搜索匹配，企业客户可通过公司平台发布职位需求、统计工作时长等；候选人可在线搜索、申请职位并进行岗位管理跟踪。

图表77: 公司官网企业招聘搜索界面



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表78: 公司官网员工应聘搜索界面



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

国内现状：龙头畅享行业红利

行业起步阶段，规范度提升利好龙头

我国灵活用工处于发展初期，模式单一，主要包含劳务派遣和岗位外包，但本质与海外一致，即人才租赁：由中介机构（用人单位）向企业（用工单位）提供用人服务，并收取一定比例的服务费（可按项目、按小时、按人次）。

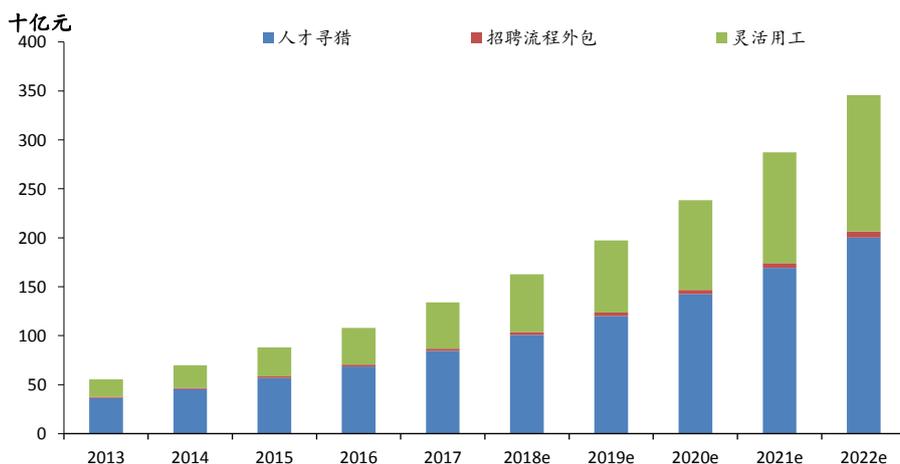
据人社部数据，2016年人力资源服务全行业营业总收入11850亿元（含服务外包等业务的代收代付部分8792亿元），同比增长22.4%，2017年全行业收入达到1.44万亿元，同比增速21.87%，维持较快增长。另据灼识咨询数据，17年中国大陆人力资源解决方案市场中，人才寻猎、招聘流程外包及灵活用工市场规模分别占比63%/1.8%/35.2%，其中灵活用工业务市场份额有明显提升。

图表79：国内人力资源服务产业链



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

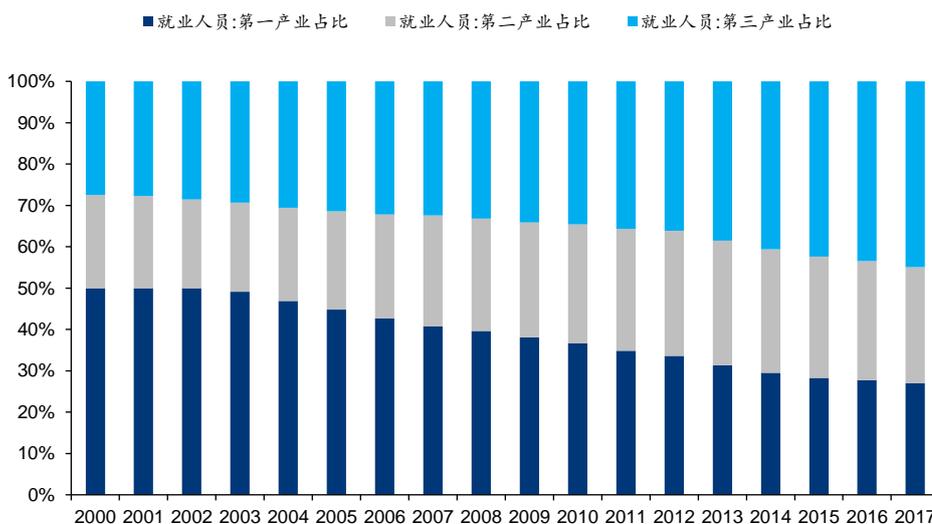
图表80：国内人力资源服务行业规模



资料来源：灼识咨询，华泰证券研究所

产业结构深化调整为人力资源服务行业的快速发展提供沃土。中国经济正加快由工业主导向服务业主导转变，第三产业就业人数占比(23%)自1994年首次超过第二产业(22.7%)以来，比重逐年增加，截至2017年第三产业就业人员占比达44.9%，高出第二产业16.8pct，第三产业人力密集，人员流动较快，有望产生更多岗位需求，为人力资源服务业发展创造了良好的基础条件。

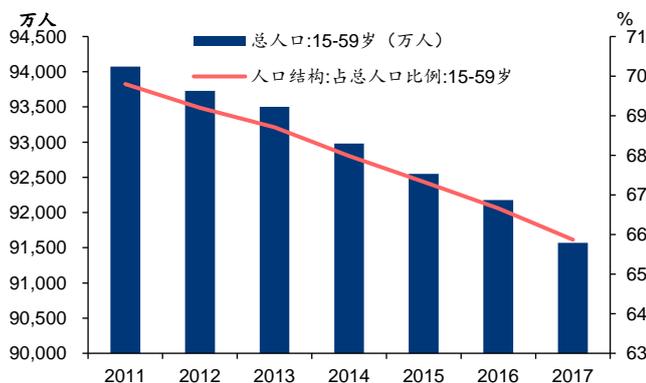
图表81： 我国第三产业就业人员占比不断提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

人口红利消退，人力成本攀升，企业对灵活用工需求有望增加。国内老龄化问题日益严峻，人口红利在消退，新增人口在减少，同时，企业用工成本不断上扬，企业通过专业的人力资源服务机构实现人员招聘、资源优化配置的需求提升。

图表82： 我国劳动人口数量下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表83： 企业用人成本不断攀升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政府出台政策鼓励培育行业领军企业发展，有助龙头做大做强。2017年10月11日人社部印发《人力资源服务业发展行动计划》，为实现充分就业和优化配置人力资源，明确规划到2020年，人力资源服务产业规模预计将达到2万亿元，培育形成100家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业。

图表84： 2007年国务院在《关于加快服务业的若干意见》发布后，各类促进人力资源服务业发展的政策规范等相继出台

发布日期	政策文件	发布部门	详细情况
2007年3月19日	《关于加快发展服务业的若干意见》	国务院	首次明确提出发展人才服务业，完善人才资源配置体系，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展
2010年4月1日	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	中共中央、国务院	2020年我国人才发展的总体目标：培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列。主要任务包括：在建立统一规范、更加开放的HR市场基础上，发展专业性、行业性人才市场；健全专业化、信息化、产业化、国际化的人才市场服务体系；积极培育专业化人才服务机构，注重发挥人才服务行业协会作用等
2011年3月17日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全国人大	提出统筹HR市场、发展HR服务产业等任务
2011年3月27日	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	发改委	首次将“就业和创业指导、网络招聘、培训、人员派遣、高级人才访聘、人员测评、人力资源管理咨询、人力资源服务外包等人力资源服务业”、“人力资源市场及配套服务设施建设”列入鼓励类发展目录
2012年12月1日	《服务业发展“十二五”规划》	国务院	把HR服务业纳入“加快发展生产性服务业”之一，提出“十二五”时期，建立专业化、信息化、产业化、国际化的HR服务体系，实现公共服务充分保障、市场经营性服务逐步壮大、高端服务业务快速发展，HR开发配置和服务就业的能力明显提升，在实施人才强国战略和就业优先战略中的作用进一步凸显
2013年3月6日	《关于加快推进人力资源市场整合的意见》	人社部	提出有效整合人才市场和劳动力市场资源，提高管理水平和服务效率，健全HR市场管理制度，提升公共就业和人才服务水平，促进HR服务产业健康发展，规范HR市场秩序，建立健全功能完善、机制健全、运行有序、服务规范的HR市场体系等目标
2014年9月12日	《国务院关于加强发展生产性服务促进产业结构调整的指导指导意见》	国务院	提出以产业引导、政策扶持和环境营造为重点，推进HR服务创新，大力开发能满足不同层次、不同群体需求的各类HR服务产品、提高HR服务水平，促进HR服务供求对接，引导各类企业通过专业化的HR服务提升HR管理开发和使用水平，提升劳动者素质和人力资源配置效率、加快形成一批具有国际竞争力的综合型、专业型HR服务机构等发展任务
2014年12月25日	《关于加快发展人力资源服务业的意见》	人社部与发改委、财政部	首次对发展我国HR服务业作出全面部署，提出到2020年从业人员达到50万人、产业规模超过2万亿元，建立健全专业化、信息化、产业化、国际化的HR服务体系，培育形成20家左右在全国具有示范引领作用的龙头企业和行业领军企业，并给予相应的政策扶持措施，包括加大财政支持力度、落实税收优惠政策、拓宽投融资渠道、支持符合条件的HR服务企业上市、完善政府购买HR公共服务政策以及扩大对外开放与交流等
2016年3月21日	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》	中共中央	明确提出要大力发展专业性、行业性人才市场，鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构，放宽人才服务业准入限制；积极培育各类专业社会组织和人才中介服务机构，有序承接政府转移的人才培养、评价、流动、激励等职能
2016年7月6日	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	人社部	提出大力发展HR服务业，推进HR服务产业园建设，加强HR服务业从业人员职业培训，实施HR服务业领军人才培养计划
2016年9月2日	《人力资源和社会保障法治建设实施纲要（2016-2020年）》	人社部	总体目标是：到2020年，人力资源和社会保障法律制度体系基本完备，各项职能依法全面履行，行政决策科学民主合法，人力资源和社会保障法律法规规章严格公正实施，行政权力规范透明运行，公民、法人和其他组织的合法权益切实有效保障，工作人员特别是领导干部法治思维和依法行政能力明显提高
2017年1月26日	《“十三五”促进就业规划》	国务院	指出到2020年要实现：就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；创业环境显著改善，带动就业能力持续增强；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高

资料来源：国务院，人社部，发改委，财政部，华泰证券研究所

“一带一路”为我国人力资源服务行业培育新增长点。据领英发布的《“一带一路”人才白皮书》，当前中国企业在海外人才布局方面面临三大挑战：难以触及高级别海外人才、缺乏找到合适候选人的渠道，和缺乏全球范围内的雇主品牌认知度。2016年，在受访的国有企业中，66%的企业表示难以找到高级别的人才，40%企业寻找特殊技能人才困难，并且在吸引人才时薪酬福利竞争力不足，另外对于海外市场的双向陌生导致36%的企业缺乏找到合适候选人的渠道。据人社部发布的《人力资源服务业发展行动计划》，政府鼓励有条件的人力资源服务企业在“一带一路”沿线国家设立分支机构，大力开拓国际市场，构建全球服务网络，为我国企业“走出去”承接国际服务，提供特色化、精细化人力资源服务，有望迎来新发展机遇。

图表85： 16年我国企业海外拓展的重点区域集中在“一带一路”沿线



注：比例受访企业中在该地区开展业务的企业占比

资料来源：领英，华泰证券研究所

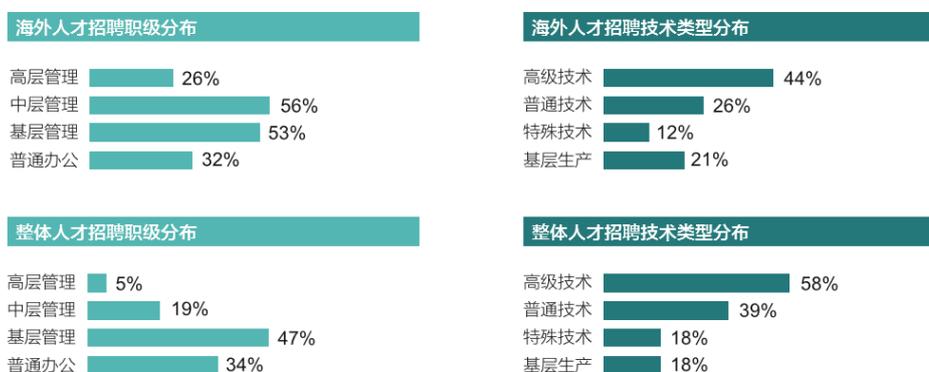
图表86： 16年具有海外业务的受访中国企业主要从国内外派员工



注：比例表示两种来源途径下受访企业员工数量占比

资料来源：领英，华泰证券研究所

图表87： 16年我国企业整体招聘和海外招聘岗位层级对比



资料来源：领英，华泰证券研究所

劳务派遣政策管控趋严，灵活用工模式下企业和服务机构权责划分明晰，迎来快速发展。劳务派遣模式诞生于1970年代末，改革开放后外企进入中国，通过这种方式聘用中国劳动人员，至2007年我国颁布新《劳动合同法》，明确劳务派遣为合法化业务形态，2008-15年是劳务派遣快速发展发展期。

因企业与中介签订派遣协议而非劳务合同，派遣主体之间的权利义务、风险划分不明确，劳工权益难以保障，2014年3月，人社部公布《劳务派遣法》，要求用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，比例不能超过用工总量的10%，倒逼行业重新规范用工模式。相比传统劳务派遣，灵活用工的中介企业全面承担用工风险，提供招聘、培训、管理、薪酬发放等各环节全风险服务外包，有助满足企业突发性、临时性的用人需求，降低用工成本、提升管理效率，契合政策发展方向。

图表88：灵活用工和劳务派遣对比

差异	劳务派遣	灵活用工
合同形式	公司与客户签订劳务派遣协议	公司与客户签订合同的主要形式为服务委托协议、业务外包、岗位外包、业务流程外包
用工风险	客户承担用工风险，客户给被派遣劳动者造成损害的，公司与客户承担连带赔偿责任	公司承担全方位的用工风险，客户不承担用工风险
派出人员后续管理	客户控制业务进展，派遣员工完全受控于客户，由客户对其进行管理，公司不参与派遣员工的提供服务过程中的管理	公司需要参与业务的进程，在业务执行过程中，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务
薪酬决定方式	员工被派遣至客户工作，通常按照客户的正式员工，实行同工同酬，员工的资以及“五险一金”均由客户决定	公司主导派出人员工资标准的制定，对于医药研发岗位、工厂流水线岗位等，完全由公司决定
收费标准	按派出人员的数量收费，一般人均每月80至300元不等，由于业务附加值低，收费较低	业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费，对于终端销售岗位，达到工作成果考核要求的，给予一定的提成

资料来源：科锐国际公司公告，华泰证券研究所

社保征管 2019年1月起由税务部门统一进行，有助人资服务行业规范度提升。前期由各地区根据各自情况自行规定征缴方式，随意性较强，同时社保档案资料（劳动部门）、资金使用（财政部门）、征缴标准（统计部门）、实际征缴（地税部门）等各环节由不同部门负责。

根据2018年7月20日中办、国办印发的《国税地税征管体制改革方案》，社会保险的征收工作自9月1日起将逐步转至税务部门统一进行，于2019年1月1日正式实施。因税务掌握的社保费缴费基数信息比较全面，划转至税务部门征收有助于人资行业规范度、透明度增强，有助于龙头市占率提升。

龙头并购拓展业务版图，份额有望持续提升

国内民营人力资源服务机构数量多、规模小，同质化程度高，外资占据主导地位。据灼识咨询，2017年中国人力资源解决方案市场CR5为4%，行业集中度较为分散。据HRoot发布的2017大中华区人力资源服务机构品牌10强榜单，全国人力资源服务机构的前十品牌排名中，外资企业占据8席，其中中智CIIC排名第三，科锐国际排名第七。具有全球化视野和更加全面服务体系的外资企业仍然占据强有力的优势地位，国内民营企业在部分细分领域亦有较强市场竞争优势。

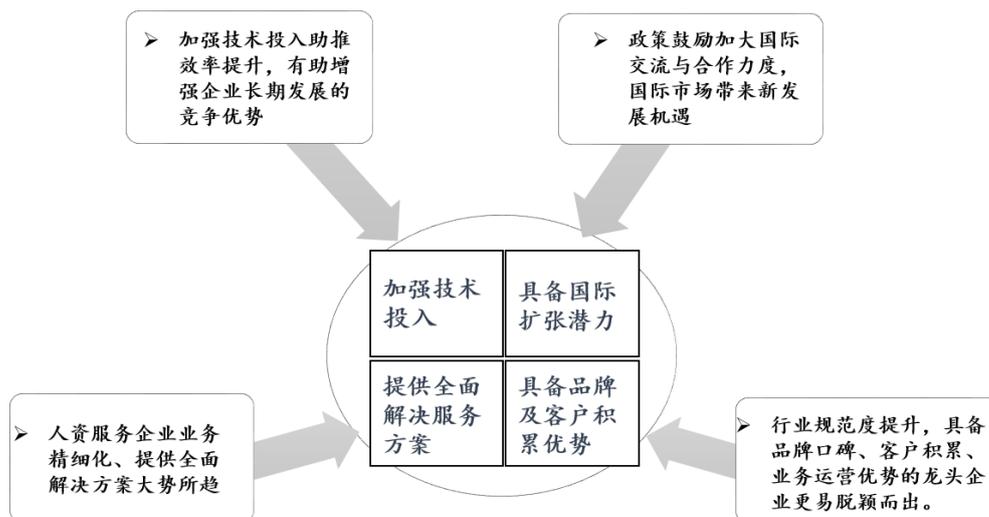
图表89： 人力资源服务行业现状

分项业务	业务模式	行业增速	市场现状
灵活用工	针对客户在面 临人员编制紧 张、旺季人才短 缺、项目用工短 缺、三期(孕期、 产假、哺乳期) 员工短期替补 等难题提供用 工服务	HRoot 预计 15-19年灵 活用工市场 规模 CAGR 为 22%。	1) 德科、任仕达等较早在中国开展灵活用工业务，以外企客户为主，发展速度较慢，与科锐规模处同一量级(科锐17年灵活用工人数6300人，预计18年达到10000人)； 2) 中智、外服、易才等以传统代发工资、代缴社保、档案管理等低附加值基础业务起家，缺乏招聘能力，灵活用工业务与科锐处同一量级。 3) 细分领域各有侧重：医药研发岗位外包领域，科锐国际处于领先地位；在工厂线上岗位外包领域，汇思、英格玛占据主要的市场份额；在人事/秘书/行政岗位外包领域，科锐国际、上海外服、北京外企、任仕达等占据主要的市场份额。
人力资源外包	涉及人事档案 管理、职称评 定、社会养老保 险金收缴、出国 政审等		代表企业有中智、外企德科、前程无忧、红海集团、蓝海集团。
中高端人才寻访	即为客户提供 咨询、搜寻、甄 选、评估、推荐 并协助录用中 高级人才的服务 活动	HRoot 预计 2014-19年 总体市场规 模 CAGR 为 20%。	外资企业以海德思哲、米高蒲志(约3亿)、光辉国际等为主。本土中高端人才访寻企业主要以如科锐国际(约3亿)、锐仕方达(约3亿)、大瀚等企业为主。
招聘流程外包	以客户为导向， 以项目为建制的 招聘解决方案 服务	HRoot201 5-19年中 国招聘流程 外包市场规 模 GAGR21%	任仕达、Kelly Services、科锐国际、前程无忧、中智等都在积极布局。
在线招聘	通过线上平台 提供招聘服务	12-17年5 年复合增速 约 25%	1) 17年前程无忧收入28亿，智联招聘收入20亿，猎聘网收入8亿，2017H1二者市场份额分别达32%/31%。 2) 主要以职位发布、简历下载、雇主广告、不同周期的套餐等业务为主要盈利模式，非结果导向，不对招聘结果负责。

资料来源：HRoot，人社部，华泰证券研究所

综合来看，我们认为能够提供全面解决服务方案、具备国际扩张潜力、加强技术投入、具备品牌及客户积累优势的头部企业有望胜出。1) 人资服务企业业务精细化、提供全面解决方案大势所趋。我国人力资源服务行业中的企业多数多从某一个细分角度，例如从猎头或招聘、劳务派遣、人事代理等环节切入，但是单个环节发展的空间较为有限。伴随企业对职能部门外包服务需求的增加，从单一环节服务向全方位解决方案转型是行业龙头成长的必然趋势。2) 政策鼓励加大国际交流与合作力度，国际市场带来新发展机遇。跨国公司对于本地化人力资源服务需求在不断提升，同时国内企业在积极融入全球经济竞争，衍生海外人才需求。一带一路等政策支持国内人力资源服务机构走出去，积极开拓国际业务，参照海外龙头德科公司、任仕达等外延并购、全球业务布局做大做强，国际市场有望为国内人资服务企业带来新业务增长点。3) 加强技术投入助推效率提升。伴随互联网技术的不断更新，移动互联、大数据、云计算、人工智能、社交化等新技术已经开始运用在人力资源的各个领域，通过技术投入加强服务效率、扩大覆盖半径有助增强企业长期发展的竞争优势。4) 行业规范度提升，具备品牌口碑、客户积累、业务运营优势的龙头企业更易脱颖而出。

图表90：综合实力较强的头部企业有望长期胜出



资料来源：华泰证券研究所

科锐国际：民营灵活用工龙头，步入高速成长期

亚洲领先的整体人才解决方案服务商，业务迅速拓展。公司1996年成立，截至2017年已与2000余家跨国集团、国内上市公司、快速成长型企业及非盈利组织建立长期合作关系。2017年6月8日，公司在深圳证券交易所创业板上市，成为中国首家登陆A股的人力资源服务企业。据公司公告，截至2018H1，公司在中国大陆、香港、印度、新加坡、马来西亚等亚洲地区拥有93家分支机构，1800余名专业招聘顾问，在超过18个行业及领域为客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、招聘培训等解决方案。

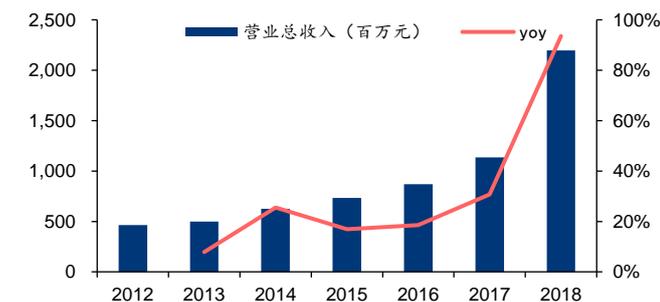
图表91：公司三大业务主要模式

三大业务类别	业务简介	服务对象	岗位序列	盈利模式	主要成本构成
灵活用工	自行组织人员，向客户派驻员工完成客户所交付任务，满足客户临时、灵活、弹性用工需求	组织弹性化要求高、致力于聚焦核心主业的客户，具有旺季人才短缺、项目用工短缺，孕期产假哺乳期员工短期替补需求的客户。	通用性的岗位、项目制用工的岗位	在提供的人员成本基础上加成风险和合理溢价进行收费，服务费率一般在18%-20%左右，总额法计算收入，净利率约3%-4%。	成本中，2016年人工成本占比94%，房租物业水电占比1%，差旅交通1%，剩余为通讯费、折旧摊销、报销款、服务费、材料费、餐费等。
中高端人才寻访	为客户提供招聘服务，满足客户固定用工需求	适用于对中高端人才有招聘需求的企业客户	客户内部有招聘需求的中高层管理人员，中高层技术人员或其他稀缺技术人员	向客户收取相应的顾问服务费，收费标准主要以用人单位招聘职位的年薪为基准计算，一般按照年薪的25%-33%收取。净额法计算收入，猎头提成最高可达35-40%，净利率15%-18%	成本中，2016年人工成本占比86%，房租物业水电占比8.4%，差旅交通2%，通讯费2%，折旧摊销1%
招聘流程外包	为客户提供招聘流程解决方案服务，满足客户固定用工需求	适用于人员流动频繁、批量招聘需求大、岗位同质性高、注重招聘时效和质量的企业客户，是跨国公司经常采用的人才服务解决方案。	客户内部有招聘需求的全部岗位	1)固定收费,公司提供驻场招聘服务的业务人员每月完成相应服务后,公司按照约定金额收费;2)变动收费则根据客户需求,在相应招聘流程节点的服务完成后收费。收费金额计入收入,净利率15%-18%	成本中，2016年人工成本占比84%，分包服务费4%，房租物业水电占比6%，差旅交通3%，通讯费2%，折旧摊销1%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

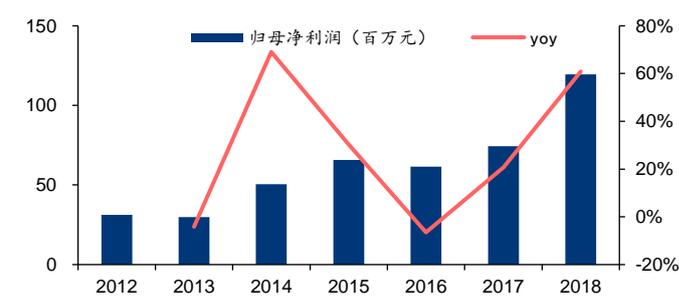
从过往成长来看，13年公司收入增速7.84%，14年增速达25.53%，15-16年增速16.93%/18.54%，17年成长加速，同比增长30.75%，18年公司提出investigo并表影响，实现内生收入增速45.25%，增长进一步加速，主要系：1) 猎头业务方面，因13年公司进行业务梳理及调整，人员流失影响业务扩张速度，14年业务调整完毕并收购安拓奥古、安拓咨询各51%股权，内生/外延分别贡献收入增量2500/1995万元；猎头收入增长24.95%。15/16年猎头收入增速7.25%/5.74%，主要依赖内生；3) 招聘流程外包方面，13-14年变动同样受组织架构调整影响，15年因拓展大客户收入增速达17.80%，16年因营改增、大客户外包需求降低收入下降8.84%；3) 灵活用工方面，收入持续较快增长，5年收入GAGR 29.37%，为增长的主要驱动。

图表92: 科锐国际历年收入及增速 (18年包含 investigo 并表收入)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表93: 科锐国际历年净利及增速 (18年包含 investigo 并表利润)



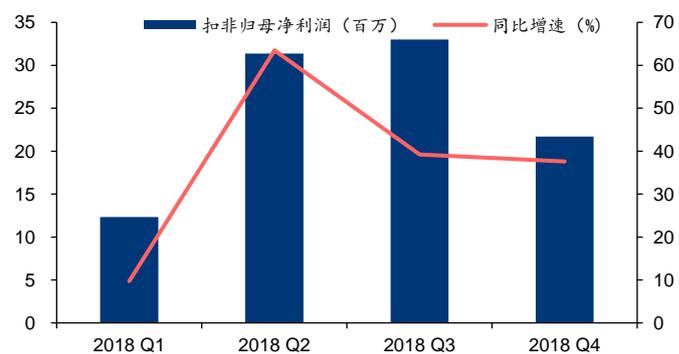
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表94: 科锐国际分季度收入及增速 (剔除 investigo 并表)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

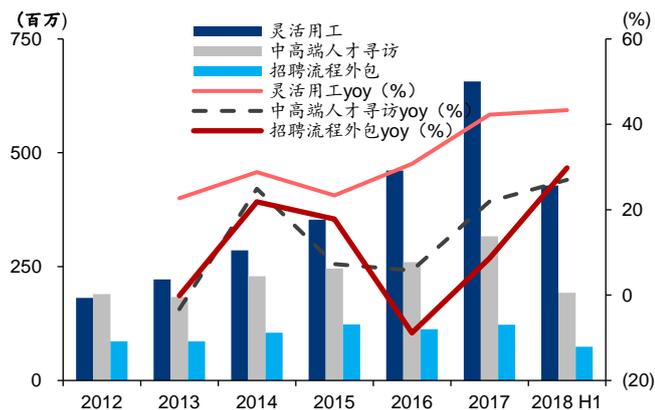
图表95: 科锐国际分季度利润及增速 (剔除 investigo 并表)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

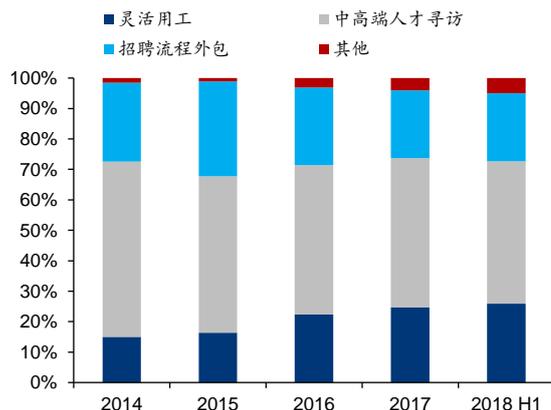
从业务构成来看，截至 18H1，灵活用工/猎头/招聘流程外包收入占比分别达 58.99%/26.51%/10.17%，灵活用工贡献主要收入。因猎头业务以净服务费计入收入，毛利率水平较高 (38.1%)，灵活用工营业成本则包含外派员工薪酬及自有员工成本，毛利率水平偏低 (9.5%，若不考虑自有员工成本，毛利率水平超 18%，与净服务费率水平吻合)；灵活用工/猎头/招聘流程外包毛利占比分别达 25.85%/46.79%/22.41%，猎头业务对公司利润影响更大。

图表96: 科锐国际分项业务增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表97: 科锐国际分项业务毛利构成



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

提供全流程解决方案, 企业客户高粘性

不断拓展服务产业链, 提供人力资源综合服务整体解决方案。初步奠定中高端人才访寻业务的行业领先地位后, 公司率先在国内推出招聘流程外包业务; 借鉴全球人力资源服务的发展趋势, 结合国内市场特点, 公司进而推出了国际通行的灵活用工业务; 在招聘流程外包和灵活用工等细分领域成功树立行业标杆的同时, 围绕市场需求, 公司陆续推出了校园招聘、培训、招聘咨询等服务, 进一步拓展服务产业链, 从而成为国内少数能提供人力资源综合服务的整体解决方案提供商。

图表98: 公司已构建全面人力资源服务解决方案

服务		解决方案	O2O/平台/系统		综合咨询
招聘	灵活用工	管理学院	在线猎头 C2B平台	SaaS 简历管理系统	定向人才盘点
中高端人才访寻	岗位外包	能力测评	灵活用工 共享平台	SaaS 人才管理系统	人才大数据
专场定制招聘会	业务流程外包 / 离岸外包	校园招聘	流量分发式 招聘平台	供应商管理系统 VMS	招聘策略咨询
	众包	薪酬管理	垂直领域移动 招聘平台		人力资源战略
	兼职服务 (智库专家, 学生)	解聘/新职服务			
	人才派遣				

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

构建跨区域服务网络, 服务多行业、覆盖多岗位, 快速相应客户需求。截至 18H1, 在中国大陆、香港、新加坡、印度、马来西亚、美国、英国等地相继设立了 93 家分支机构, 在中国苏州、西安及印度的班加罗尔建立了规模较大的候选人访寻中心; 公司拥有 1,800 余名专业招聘顾问, 服务超过 18 个细分行业的研发、工程、制造、供应链、市场、销售、财务、法律、人事等多种职能职位。公司跨区域的强大服务网络及全面岗位覆盖有助于以客户为中心快速集中优质资源, 实现产品和服务的交叉销售, 进一步巩固公司的领先优势。

中高端客户资源优势明显, 企业粘性较高。据公司公告, 公司客户数量从 2010 年的 800 家左右上升到 18H1 的 3,000 多家, 其中 60%为外资企业, 30%为快速成长的民营企业, 10%为国有企业, 当中不乏佳能、霍尼韦尔、苹果、赛诺菲、强生等世界 500 强企业, 以及平安、华为、联想等中国细分行业领军企业, 中高端客户资源优势明显。同时公司客户合作期限长、粘性强和复购率高, 据公司招股说明书, 截至 2017 年, 公司 75%为重复购买客户, 大量客户的服务期超过十年。15-18H1, 公司前五大客户收入占比在 26%-31%, 贡献收入占比在 25%以上。

从行业分布来看（据招股说明书），2016年消费品、高科技、医药、工业行业客户收入占比分别为22%/21%/18%/11%，其余为汽车、现代服务、金融、房地产等行业，全行业覆盖有助分散风险，提高对经济周期变化的抵御能力。

图表99： 公司15-17年前五大客户

客户名称	15年销售额(百万元)	占营业收入比例	客户名称	16年销售额(百万元)	占营业收入比例	客户名称	17年销售额(百万元)	占营业收入比例
佳能	98.94	13.51%	佳能	86.29	9.94%	华为	87.31	7.69%
赛诺菲	39.4	5.38%	华为	50.81	5.85%	佳能	76.13	6.71%
霍尼韦尔	36.4	4.97%	赛诺菲	47.05	5.42%	赛诺菲	62.94	5.55%
神州数码	36.3	4.96%	上海电气	37.71	4.34%	上海电气	51.82	4.57%
上海电气	15.25	2.08%	霍尼韦尔	23.57	2.71%	霍尼韦尔	23.05	2.03%
合计	226.29	30.90%	合计	245.43	28.26%	合计	301.25	26.55%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外延深化产品服务，拓展国际业务

科锐国际先后收购北京亦庄国际拓展蓝领灵活用工，收购无锡智瑞推动制造业灵活用工业务、收购融睿诚通拓展延伸金融板块灵活用工、整合安拓国际加强中高端访寻；收购香港Aurex将业务拓展到澳洲和美国；并购Investigo，拓展英国市场并辐射欧洲。2017年又投资了上海客汗和才到强化技术平台。

总结来看，我们认为科锐国际主要遵循两条并购思路：1) 并购有业务拓展空间和客户粘性的线下企业，实现业务协同、规模效应，深化产品和服务组合。2) 投资技术驱动型企业，通过大数据和互联网技术来对线下业务条线赋能，形成线上线下一体化的服务体系和业务流程闭环，从而提升人均产出和运营效率。

图表100： 科锐国际收购标的梳理

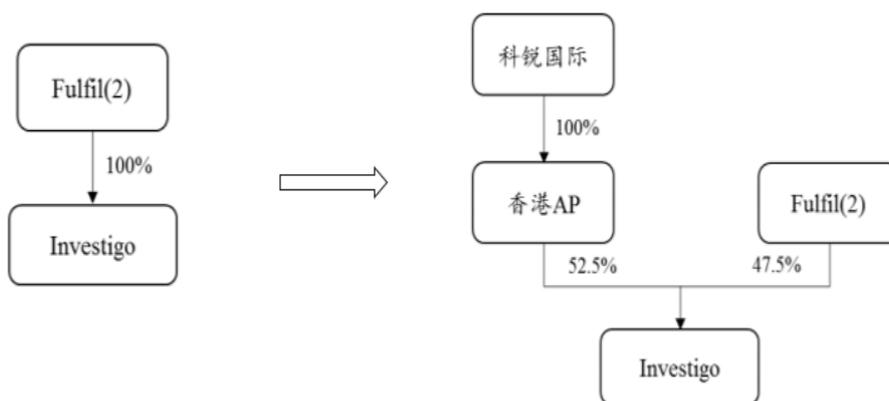
品牌名称	主要业务	收购原因	收购时间	股权比例	收购金额(万元)
上海康肯	灵活用工（主要提供终端销售岗位）	业务拓展需要	2010.04.19	100%	1120
安拓奥古	中高端人才访寻（针对汽车、医药等行业提供生产供应链服务）	为达成业务合作	2014.01.10	51%	220
秦皇岛速聘	中高端人才访寻（针对跨行业企业内部IT部门提供服务）	为了拓展业务	2014.08.08	100%	收购分两次完成：295（70%）185（30%）
新加坡公司	中高端人才访寻（覆盖新加坡业务，主要涉及IT和通信、制造和工程、石油天然气等行业以及人事、财务和行政等职能）、招聘流程外包	为拓展东南亚业务	2014.11.11	90%	810
Capstone	中高端人才访寻（针对地产、能源及矿产领域提供服务）	为拓展业务	2015.08.20	79.09%	1514.98
亦庄人力	灵活用工、传统劳务派遣（主要提供工厂流水线岗位）	业务拓展需要	2015.08	80%	952.92
马来西亚公司	中高端人才访寻（覆盖马来西亚业务，针对银行、金融、高科技等行业）、招聘流程外包	为拓展东南亚业务	2015.12.28	100%	1.65
无锡智睿	华东地区领先的工业外包解决方案供应商，已为20余家国内外知名企业提供三线管理（人事管理、生产管理、后勤管理）服务，双方合作关系稳定，且持续合作时间均在3年以上，客户黏性较强。	业务拓展需要	2018.01.29	21%	收购分两次完成：1000（4.99%）4818（16.06%）
融睿诚通	主要从事灵活用工业务	业务拓展需要	2018.02.28	55%	2010.25
Investigo	总部位于伦敦，是一家专注于财务、金融、银行、战略、房地产、人力等领域招聘工作的人力资源企业，主要为英国、欧洲的蓝筹企业以及中小企业提供中高端人才访寻和灵活用工服务。	为拓展欧洲市场	2018.06.30	53%	19343.73
上海云武（才到）	主要从事软件和信息技术服务业	拓展HR SaaS服务	2018.04	18%	1000
上海客汗	在线招聘	强化技术平台	Jul-05	20%	160

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与经济技术开发区及一带一路沿线政府及企业加强合作，加速区域扩张。18年公司在河北雄安、新疆乌鲁木齐、广东东莞新设三家分支机构，支持当地政府及企业的人才全面引进，为区内产业发展、产业集聚和产业升级奠定人才基础。在新疆，公司与乌鲁木齐国资委实际控制的新疆火炬股权投资有限公司共同出资设立“科锐新疆”，拟共同建设与运营中国丝路之星国际人力资源产业园，致力于以服务新疆为核心，影响和辐射一带一路全地域，从而带动周边地区人力资源服务产业和人才聚集。

现金收购英国 Investigo 52.5%股权，国际化布局再下一城。2018年4月27日，科锐国际公告重大资产购买报告书(草案)，拟通过其全资子公司香港 AP 以现金方式向 Fulfil(2) 购买其所持有的 Investigo 52.5%股权。本次交易价格确定为 2200 万英镑，将以英镑现金方式支付。本次收购已于 2018 年 6 月 30 日完成，18 年三季度 investigo 实现并表。2017 年 Investigo 实现收入 9.14 亿元人民币，同比增 6%，占上市公司 17 年收入的 81%，实现净利润 3323 万人民币，贡献权益利润占上市公司 17 年归母净利润的 23%，我们预计 18 年有望贡献 800 万左右权益利润，显著增厚公司盈利能力。

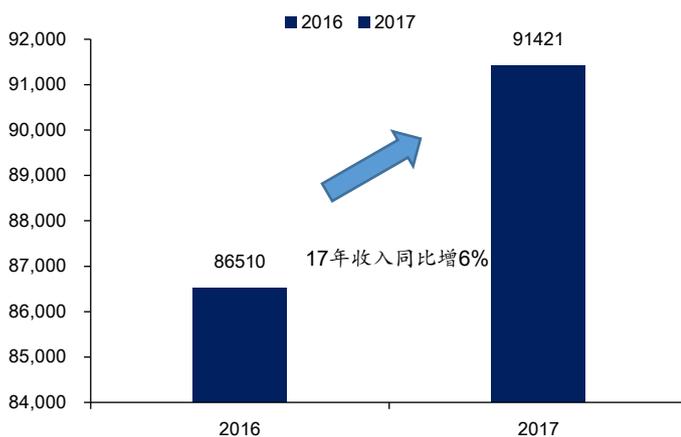
图表101：本次交易前后标的公司股权结构变化



资料来源：HRoot，华泰证券研究所

Investigo 专注于财务、金融等领域招聘工作，中高端寻访及灵活用工为主要业务构成。公司成立于 2003 年，总部位于英国伦敦，主要为英国、欧洲的蓝筹企业以及中小企业提供中高端人才访寻和灵活用工服务。据公司公告，Investigo 公司拥有超过 140 名专业的招聘顾问，为超过 1,000 家企业提供中高端岗位及专业性岗位的人才招聘服务，2016-2017 年 Investigo 的招聘顾问人均净服务费高于同期主要竞争对手瀚纳仕公司 (Hays)、米高蒲志 (Page Group) 和 Hydrogen 集团。

图表102: Investigo 16-17年营业收入(万元人民币)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表103: Investigo 16-17年净利润



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

收购 Investigo 有助实现业务协同、进一步打开国际市场。本次交易完成后, Investigo 成为公司的控股子公司,公司有望在国际化业务拓展,市场、产品及数据等层面的业务互补、人才培养与设施提升方面充分发挥自身与标的公司之间的战略合作协同效应,有望实现双赢。

图表104: 本次收购对公司意义重大

主要意义

国际化品牌和平台效应

终端市场及产品的互补

数据共享

产品线交叉销售与相互提升

打造欧洲业务拓展及并购平台,完善国际化布局

人才培养与设施提升

具体内容

科锐国际已将 Investigo 指定为会计和财务、变更和战略、生命科学与医疗等 20 多个岗位的招聘业务唯一交付方,有助快速提升国际市场交付能力。

同时 Investigo 大量总部位于英国的大型跨国企业,本次交易完成后, Investigo 也会将上述客户在亚洲地区的业务推荐给科锐国际执行。

科锐国际业务主要覆盖区域为亚洲地区,优势行业主要为医疗服务、消费品、房地产及高科技; Investigo 的业务主要覆盖英国,侧重的招聘岗位为金融、审计、咨询等行业。收购有助发挥各自优势。

双方将利用彼此的客户和人才数据库,获得更大的客户群体和人才资源并增加匹配效率。

科锐国际可以帮助 Investigo 设立招聘流程

外包业务: Investigo 可以为帮助科锐国际提高灵活用工领域的服务技术及客户资源。

针对会计和财务、变更和战略、生命科学与医疗岗位等 20 多个岗位的招聘业务, Investigo 将作为科锐国际在欧洲唯一的市场拓展及并购平台

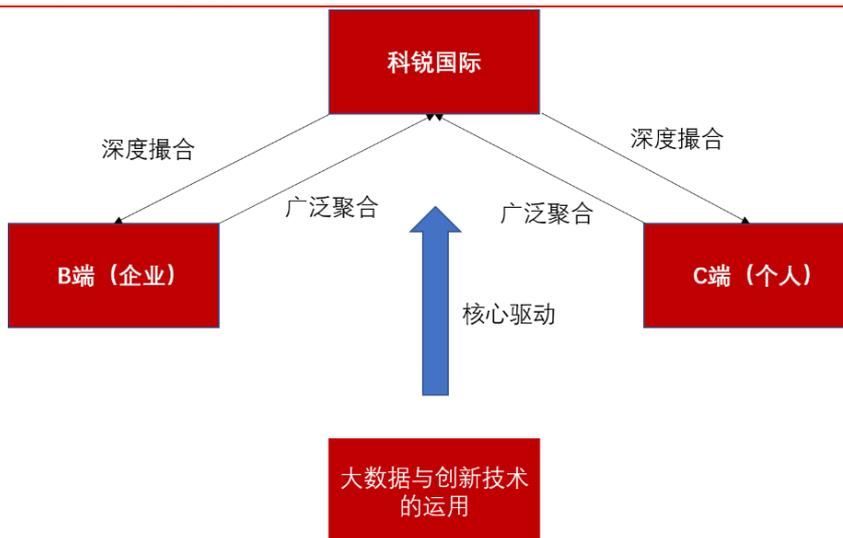
科锐国际可以通过交流学习 Investigo 领先的运营理念,实现 IT 运营水平上的提升

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

技术赋能、产品创新,效率有望提升

公司坚持一体两翼战略:大数据与人工智能等先进技术为一体,同时针对 B 端(企业)与 C 端(人才)实施广泛聚合,提升业务效能。具体体现为 1) 通过技术和平台,公司不断聚合更多的企业和人才; 2) 通过深入的服务与解决方案,进一步实现人才与企业岗位的撮合匹配; 3) 通过大数据的积累与分析,人工智能等创新技术的应用,促进企业和人才在职业、工作之外的更多场景深度整合。据 2017 年年报,公司目前积累了 600 万人的数据库,客户数量超过 3000 家,庞大人才数据库到 B 端客户转化率较低。通过 AI 技术与专业顾问赋能,公司有望提高匹配效率,持续保障领先的管理运营水平。

图表105: 科锐国际一体两翼战略



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2018H1 已经开发推出多个技术与服务相结合的 OMO 产品, 持续技术赋能和产品创新。公司继续开发升级线上产品“才客网”、“即派”平台、“51Ruipin” Saas 系统及 HR 管理软件“薪薪乐”, 18H1 新上线微信端的“医脉同道”、“即派”小程序及“翰林派” APP, 通过技术和系统的开发及应用实践不断对线下三大主营业务赋能, 进一步打造技术+服务的多功能产品结构; 通过技术与平台的聚合效应, 延伸扩展中小长尾客户。

以“即派”为例, 其为公司的灵活用工业务线上平台, 通过微信、电脑的“即派”客户端, 管理企业客户和派驻员工, 主要针对客户的小额、短期、急需用工的订单, 客户通过线上操作就能实现低成本、快捷的灵活用工安排, 大幅缩短传统的签约、沟通、招聘、派驻等流程。

图表106: 即派线上业务流程



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表107: 即派平台积累的企业客户



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

2017年9月公司以1000万元战略投资HR SaaS服务商才到18%股权, 用于升级才到的HR SaaS软件(才到云)产品服务创新和商务运营体系建设, 有助从招聘至人力资源外包、薪酬管理等产业链, 向大中型客户延伸, 完善多元化业务领域布局。

图表108: 才客网、即派已投向市场, SaaS 平台产品继续孵化

平台	简介	特点
才客网	在线猎头 B2C 招聘服务商, 为优质人才提供私人职业顾问服务的高体验求职平台。	首创“一人一岗”、“私人顾问”服务模式, 并借助互联网优势, 提升中高端招聘效率。目前, 业务已覆盖互联网/电商领域的全部岗位。
即派	全新互联网+灵活用工服务平台。	通过资深顾问对业务的深入理解, 结合互联网、大数据技术, 将优质的、具有较强就业意向、以及接受灵活用工就业方式的人才推送至企业端。企业可通过即派网站及移动端实现在线人才预约, 享受“即约即派”、“零风险”便捷服务。
薪薪乐	高效至简 SaaS 薪酬云平台, 致力于为企业 提供人力资源管理数据化、信息化、自动化的云计算服务。	为企业组织架构管理、人员档案管理、薪酬管理、社保管理、考勤管理、审批管理等提供线上线下整体解决方案。
睿聘	智能 SaaS 人才管理平台	通过云端与大数据相结合等高科技手段, 为企业提供快速搭建人才库, 智能化地毯式搜索、智能化候选人匹配、历史数据盘活等高端智能化的人力资源管理系统服务体验, 帮助企业减少招聘成本, 提升招聘效率。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表109: 才到目前覆盖的部分客户



资料来源: 才到公司官网, 华泰证券研究所

图表110: 才到的产品功能涵盖员工 APP、薪资计算、员工考勤等



资料来源: 才到公司官网, 华泰证券研究所

我们认为灵活用工行业处渗透率长期提升的黄金发展期。科锐国际客户合作期限长、粘性强和复购率高, 候选人数据资源优势突出; 收购 investigo 切入欧洲市场, 不断深化延伸产品服务; 技术赋能、产品创新, 效率有望提升, 并有望持续外延整合提升市占率。预测 18-20 年 EPS0.65/0.89/1.10 元, 维持增持评级。

风险提示: 1) 行业竞争加剧。人力资源服务行业偏向同质化竞争, 若行业竞争加剧, 或有新进入企业打价格战, 有可能导致整体行业服务费率下降, 盈利能力受到损伤。2) 宏观经济持续下行影响用人需求。宏观经济影响企业的招聘计划, 若经济持续下行, 可能削弱企业未来发展信心, 进一步影响其用人计划, 从而影响行业景气度。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com